

Penningpolitiskt protokoll

FEBRUARI 2013

Sammanfattning

Vid det penningpolitiska mötet den 12 februari beslutade Riksbankens direktion att låta reporäntan ligga kvar på 1,0 procent.

Vid mötet konstaterades att tillväxten i svensk ekonomi är svag och att inflationstrycket är lågt. Ny information stödjer bilden från den penningpolitiska uppföljningen i december av att BNP föll det fjärde kvartalet i fjol men att läget därefter har stabiliserats och att konjunkturen successivt stärks under 2013. Det har bland annat kommit vissa ljusglimtar i form att företag, både i Sverige och i omvärlden, blivit lite mer optimistiska om framtiden. Eftersom arbetsmarknaden släpar efter i konjunkturen bedöms ändå sysselsättningen plana ut och arbetslösheten stiga något det närmaste året. Den oro som flera ledamöter uttryckte i december för en större försvagning av den ekonomiska utvecklingen har dock minskat.

Mot bakgrund av att inflationstrycket är lågt och att resursutnyttjandet är lägre än normalt var direktionen enig om att reporäntan ska vara fortsatt låg. Men det fanns, liksom vid tidigare möten, skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

En majoritet på fyra ledamöter bedömde att genom att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent det närmaste året, kommer inflationen att nå målet på 2 procent efter drygt ett år och resursutnyttjandet normaliseras. En lite lägre reporänta bedömdes inte på ett avgörande sätt ändra den bedömningen. Den valda reporäntebanan ansågs även vara lämplig med hänsyn till att riskerna med hushållens höga skuldsättning för den ekonomiska utvecklingen på längre sikt kvarstår.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme för en lägre reporäntebana och de förespråkade en sänkning av reporäntan till 0,75 respektive 0,50 procent och lägre räntebanor för att KPIF-inflationen skulle nå målet på 2 procent snabbare samtidigt som arbetslösheten skulle komma närmare en långsiktigt hållbar nivå. De bedömde att det inte fanns någon anledning att i nuläget ta extra hänsyn till hushållens skuldsättning.

På mötet diskuterades också hur mycket penningpolitiken kan påverka arbetslösheten respektive skuldkvoten, i vilken utsträckning man kan använda penningpolitiken till att i detalj styra den ekonomiska utvecklingen samt olika syn på utvecklingen i omvärlden. Dessutom diskuterades inflationsprognosen, skälen till att inflationen blivit lägre än vad som förväntades för ett par år sedan och vilka konsekvenserna av en lägre reporänta sedan 2010 hade varit. Det fördes också en diskussion om att det är större skillnad än normalt mellan prisutvecklingen på varor och tjänster samt vad detta betyder för den kommande ekonomiska utvecklingen och inflationen.



PENNINGPOLITISKT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 1

DATUM: 2013-02-12

MÖTESTID: 9:00

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
Per Jansson
Kerstin af Jochnick
Barbro Wickman-Parak
Lars E.O. Svensson

Johan Gernandt, fullmäktiges
ordförande

Meredith Beechey Österholm
Claes Berg
Hans Dellmo
Charlotta Edler
Mattias Erlandsson
Johannes Forss Sandahl (§ 1)
Eric Frieberg
Kerstin Hallsten
Mia Holmfeldt (§ 1)
Ann-Christine Högberg
Pernilla Johansson
Martin W Johansson (§ 1)
Tor Johansson (§ 1)
Tomas Lundberg
Ann-Leena Mikiver
Marianne Nessén
Christina Nyman
Tommy Persson
Bengt Pettersson
Ulf Söderström
David Vestin
Staffan Viotti
Anders Vredin
Veronica Wahlberg (§ 1)

Det antecknades att Hans Dellmo och Bengt Pettersson skulle sammanställa utkast till penningpolitiskt protokoll under § 1,2 och 3.

§1. Den ekonomiska utvecklingen

Johannes Forss Sandahl från avdelningen för finansiell stabilitet inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen i Sverige och euroområdet vad gäller statsobligationsräntor, priset på kreditrisk för banker och riskpremier på interbankmarknaden.

Veronica Wahlberg från avdelningen för penningpolitik redogjorde för utvecklingen på de finansiella marknaderna. Sedan det penningpolitiska mötet i december har börserna i USA, Europa och Sverige stigit, men efter den senaste politiska utvecklingen i södra Europa har det skett en nedgång i euroområdet. Den senaste tidens markanta förstärkning av euron har kommit av sig och den svenska kronan mätt i KIX har försvagats en aning den senaste veckan. Enligt marknadsprissättningen är sannolikheten större för att reporäntan är oförändrad än att den sänks vid dagens penningpolitiska möte men prissättningen indikerar fortfarande förväntan om ytterligare en sänkning innan sommaren. Först nästa år förväntas reporäntan överstiga dagens nivå om 1 procent.

Marianne Nessén, chef för avdelningen för penningpolitik, redogjorde för utkastet till penningpolitisk rapport som avdelningen för penningpolitik bedömde skulle få stöd av en majoritet i direktionen. Hon noterade inledningsvis att prognoserna i utkastet diskuterats av direktionen vid möten den 22, 29-30 och 31 januari. På ett möte med direktionen den 6 februari bordlades texten i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Sedan det penningpolitiska mötet i december har indikatorer för omvärlden utvecklats ungefär i linje med prognosen från december. Utfallen för BNP i USA och Storbritannien har varit något svagare än väntat, medan det finns tecken på förbättringar i förtroendeindikatorer. Spreadar och så kallade CDS-premier är nu generellt sett lägre, medan det skett en viss uppgång i kärnländernas statsobligationsräntor i euroområdet. Terminräntor har skiftat upp. I Sverige pekar månadsdata på ett fall i BNP det fjärde kvartalet 2012. Men indikatorer, som till exempel inköpschefsindex, har vänt upp och pekar på en stabilisering, vilket är i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Sysselsättningen har blivit något högre och arbetslösheten något lägre jämfört med prognosen i december, men indikatorer tyder på en viss försämring framöver. Inflationen var i december något högre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i december. KPI-inflationen uppgick i december till – 0,1 procent medan KPIF-inflationen, som avser KPI med fast bostadsränta, uppgick till 1,0 procent.

I utkastet till den penningpolitiska rapporten förutses en fortsatt förbättring på de finansiella marknaderna men det betonas att det finns risk för bakslag. Det mesta tyder på att det blev en svag avslutning av 2012 för ekonomin i euroområdet, men indikatorer tyder på att botten kan vara nådd. Indikatorerna är starkare i USA och Kina och prognosen förutser en gradvist stigande BNP-tillväxt i omvärlden under prognosperioden. BNP-tillväxten i Sverige bromsade in under hösten och tillväxten för

fjärde kvartalet bedöms ha varit svagt negativ. Men liksom för euroområdet bedöms tillväxten stiga gradvis under det andra halvåret i år. Inflationstrycket är lågt och förväntas vara det under det närmaste året för att därefter stiga i takt med att konjunkturen förbättras och löneökningstakten ökar.

Utvecklingen den senaste tiden både i Sverige och i omvärlden är i linje med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december och prognoserna är i stort sett oförändrade. Detta gäller även hushållens skuldkvot som bedöms ligga kvar ungefär på dagens nivå. Det låga resursutnyttjandet och den låga inflationen innebär att penningpolitiken behöver vara fortsatt expansiv. Reporäntan ligger i prognosen kvar på ungefär 1 procent det närmaste året för att därefter höjas långsamt. I reala termer är reporäntan negativ under i stort sett hela prognosperioden. Reporäntebanan är marginellt sänkt jämfört med den penningpolitiska uppföljningen. Med denna räntebana bedöms konjunkturen successivt stärkas så att inflationen stiger mot 2 procent.

§2. Det ekonomiska läget och penningpolitiken

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att påtala att för att bedöma vilken penningpolitik som bör föras är det viktigt att se penningpolitiken i ett bredare sammanhang. Han hävdade att vad som setts sedan en tid tillbaka är ett stort och tydligt penningpolitiskt misslyckande. För det första, menade Svensson, var KPIF-inflationen 2010 nära målet på 2 procent men har sedan dess stadigt trendat neråt för att hamna vid eller under 1 procent under 2012. Samtidigt är nu arbetslösheten hög och stigande, långt över en långsiktigt hållbar nivå. Han frågade sig vad det var som hände 2010 och som kan förklara den fallande KPIF-inflationen. Från och med det penningpolitiska mötet i juni 2010 höjde majoriteten i direktionen stadigt styrräntan vid varje penningpolitiskt möte, från 0,25 procent i juni 2010 till 2 procent i juli 2011, en höjning med 1,75 procentenheter. Svensson hänvisade till en artikel han skrev i *Brookings Papers on Economic Activity* hösten 2011¹ där han visade att dessa höjningar inleddes trots att KPIF-prognosen i juni 2012 låg under målet och arbetslöshetsprognosen låg långt över en rimlig långsiktigt hållbar nivå (diagram 1 och 2, från Brookingsartikeln). Från december 2011 har sedan majoriteten i direktionen under viss tvekan sänkt räntan till 1 procent i december 2012, en sänkning med 1 procentenhet. I genomsnitt har styrräntan blivit ungefär 1,5 procenthet högre än om den legat kvar på 0,25 procent fram till nu. I termer av real styrränta har det inneburit en mycket stramare penningpolitik än i euroområdet, Storbritannien och USA, trots att inflationen i Sverige varit lägre än i dessa ekonomier och arbetslösheten nu är ungefär lika hög som i Storbritannien och USA (diagram 3).

¹ Svensson, Lars E.O., "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States", *Brookings Papers on Economic activity*, Fall 2011, s. 289-332.

Svensson ställde sig sedan frågan hur det hade blivit om räntan hade legat kvar på 0,25 procent fram till nu. Det är något som kan undersökas med de standardmetoder för att beräkna effekten av alternativa räntebanor som Riksbanken har till sitt förfogande och som ligger till grund för de så kallade fyrfältsdiagram som han brukar visa. En sådan analys ger vid handen att KPIF-inflationen hade legat kvar tämligen stabilt runt 2 procent eller litet högre istället för att falla till 1 procent och lägre. Måluppfyllelsen för KPIF-inflationen hade då blivit så perfekt som den kan bli. Samtidigt hade arbetslösheten fallit och nu legat drygt 1 procentenhet lägre, på en nivå mellan 6,5 och 7 procent. Runt 60 000 färre personer hade varit arbetslösa. Denna siffra är förenlig med en annorlunda beräkning som slutar på ungefär 65 000 färre arbetslösa, som Svensson presenterat i ett tal på LO nyligen.² Måluppfyllelsen för arbetslösheten hade varit mycket bättre än i nuläget, oavsett om man jämför med 5,5 eller 6,25 procents långsiktigt hållbar arbetslöshet. Dessa beräkningar är förstås osäkra, påpekade han, men de ger en tydlig indikation om vilken storleksordning man talar om, och hur mycket bättre läget nu hade varit om inte styrräntan hade börjat höjas sommaren 2010. Mot den bakgrunden är det rimligt att kalla detta ett stort och tydligt penningpolitiskt misslyckande, sa Svensson.

Så långt om hur stora kostnaderna varit för denna politik, men finns det några vinster, undrade Svensson? Vad har syftet varit? För många utomstående observatörer har det ju varit ett mysterium hur majoriteten har resonerat och varför penningpolitiken varit och förblivit så stram, trots att KPIF-inflationen stadigt har fallit och arbetslösheten varit hög. Majoriteten har till exempel kritiserats i media för att inte vara tydlig. Inte förrän i höstas, med Stefan Ingves artikel i Svenska Dagbladet den 18 oktober 2012, knappt en vecka innan det penningpolitiska mötet, kom det en tydlig förklaring, nämligen att syftet var att ta hänsyn till långsiktiga konsekvenser för hushållens skuldsättning, eftersom låga räntor under lång tid skulle öka hushållens skuldsättning och medföra ökade risker förenade med denna.

Det finns dock, fortsatte Svensson, flera uppenbara problem med att inrikta penningpolitiken mot att försöka påverka hushållens skuldsättning. Man kan tycka att man inte ska införa vad som i praktiken är ett nytt mål för penningpolitiken utan att först utreda om det är förenligt med Riksbankslagen och dess förarbeten och om penningpolitiken överhuvudtaget kan påverka uppfyllelsen av det nya målet. När det gäller hushållens skuldsättning tycks det finnas en missuppfattning om vad penningpolitiken kan åstadkomma. Omfattande forskning och utredningar och praktiska erfarenheter har lett till slutsatsen att penningpolitiken har mycket liten effekt på hushållens skuldsättning på kort sikt och – med låg och stabil inflation – ingen effekt på

² Svensson, Lars E.O., Sveriges riksbank, "Penningpolitiken och sysselsättningen: penningpolitiken är alltför stram", tal, LO, Stockholm, 16 januari 2013.

lång sikt.³ Enligt denna forskning och Riksbankens egna utredningar skulle en styrränta som höjs med 1,5 procentenheter i ett steg, hålls på denna högre nivå under ett år och sedan gradvis återgår till sin ursprungliga nivå leda till en skuldkvot för hushållen som är ungefär 1,5 procentenheter lägre på ett par års sikt än annars. Det vill säga en skuldkvot på 175 procent av disponibel inkomst skulle minska till drygt 172 procent. Svensson ställde sig frågan om någon tror att detta skulle minska eventuella risker med hushållens skuldsättning och vara värt mer kostnaden i form av den lägre inflationen och högre arbetslösheten. Dessutom, menade Svensson, bygger resonemanget i Ingves artikel ju på att penningpolitiken kan minska skuldsättningen på lång sikt. Men penningpolitiken har ju ingen långsiktig effekt på skuldsättningen, enligt etablerad forskning och vetenskap. Hur går detta ihop, frågade sig Svensson?

Han framhöll att det viktiga här inte är de exakta siffrorna utan storleksordningen, att effekterna på skuldkvoten är mycket små och snarast obetydliga.

Svenssons slutsats är att det enda raka är att inrikta penningpolitiken på att stabilisera inflationen runt målet och arbetslösheten runt en långsiktigt hållbar nivå. Eventuella risker med hushållens skuldsättning får hanteras med andra medel, medel som har en märkbar effekt. Man ska inte använda penningpolitiken till att begränsa hushållens skuldsättning. Då kör man bara ekonomin i botten. Den slutsatsen, menade han, har betydelse för dagens penningpolitik och dagens penningpolitiska beslut. Man kan också notera att i förarbetena till Riksbankslagen, i en diskussion om möjliga målkonflikter och huruvida Riksbanken skulle kunna använda styrräntan för att undvika en kris i banksystemet, finns ett intressant påpekande (Regeringens proposition 1997/98:40, s. 54): "De penningpolitiska instrumenten skall dock, enligt regeringens förslag, endast användas för att upprätthålla ett fast penningvärde." Tillämpat på eventuella risker med hushållens skuldsättning framstår detta som ett ganska framsynt påpekande, hävdade Svensson, och påpekandet bör enligt hans mening inte glömmas bort.

När det gällde dagens penningpolitiska beslut om reporäntan och reporäntebanan förespråkade Svensson, liksom vid förra penningpolitiska mötet, en betydligt lägre räntebana än i huvudscenariot i utkastet till penningpolitisk rapport. Liksom vid förra mötet ansåg han att rapportens prognoser för utländska styrräntor och omvärldens tillväxt är överskattningar och således ligger för högt. Han ansåg också att rapportens

³ Se till exempel Walentin K. och P. Sellin (2010), "Housing collateral and the monetary transmission mechanism," Sveriges Riksbank Working Paper No. 239; Iacoviello, M. and S. Neri (2010), "Housing market spillovers: Evidence from an estimated DSGE model," *American Economic Journal* 2(2), pp. 125-64; Assenmacher-Wesche, K. och S. Gerlach (2010), "Credit and Bubbles", *Economic Policy*, vol. 25, s 437-482; Claussen, C A, M. Jonsson och B. Lagerwall (2011), "En makroekonomisk analys av bostadspriserna i Sverige," Riksbankens utredning om risker på den svenska bostadsmarknaden, Sveriges Riksbank; Bean, C., M. Paustian, A. Penalver and T. Taylor (2010), "Monetary Policy after the Fall," *Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference Jackson Hole, Wyoming* och Kuttner, K. (2012), "Low Interest Rates and Housing Bubbles: Still No Smoking Gun," *Williams College, Department of Economics Working Paper*, 2012-01.

prognos för svensk inflation är en överskattning och ligger för högt. En lägre ränta och räntebana leder då till en högre KPIF-inflation närmare målet och en lägre arbetslöshet närmare en långsiktigt hållbar nivå och är därför en bättre avvägd penningpolitik, underströk Svensson.

Även om man skulle acceptera antagandena i utkastet till rapporten om tillväxten i omvärlden och högre framtida utländska styrräntor ger en lägre räntebana än huvudscenariots bättre måluppfyllelse för KPIF-inflation och arbetslöshet. Det framgår tydligt i diagram 4, som visar huvudscenario och prognoser för alternativa räntebanor med hjälp av Riksbankens modell Ramses. Slutsatsen gäller oavsett om man mäter arbetslöshetsgapet mot 6,25 eller 5,5 procents långsiktigt hållbar arbetslöshet. Slutsatsen gäller också om man antar att inflationen och arbetslösheten reagerar långsammare på ränteändringar än i Ramses. Om reaktionen är långsammare är det ett argument för en större och tidigare räntesänkning, framhöll Svensson.

Svensson ville, liksom vid förra mötet, ifrågasätta huvudscenariots prognos att KPIF-inflationen snabbt ska gå upp till 2 procent. Som framgår av diagram 5 har prognoserna från 2010 och framåt systematiskt överskattat KPIF-inflationen för 2012. Prognoserna går ganska snabbt upp till 2 procent, medan faktiska utfall trendar ner. Varför skulle nuvarande prognos med en snabb uppgång till 2 procent vara en bättre prognos än de tidigare? Som jämförelse har Konjunkturinstitutet (KI) i Konjunkturläget i december en prognos för KPIF-inflationen som är 1,4 procent för 2014, 1,5 procent för 2015, 1,7 procent för 2016 och som inte når 2,0 procent förrän 2017. Detta trots att KI antar en lägre räntebana än Riksbanken.

Utländska terminsräntor (den grå linjen i diagram 6) är enligt Svenssons mening en mer realistisk prognos för utländska styrräntor i nuläget än huvudscenariots prognos (den gula linjen). Skillnaden är visserligen mindre än tidigare, men det finns fortfarande ett tekniskt antagande enligt vilket en uppåtböj av prognosen antas bortom prognoshorisonten (detta visas inte i diagram 6 men syns i motsvarande diagram från mötet i september 2012). Sammantaget ger detta, framhöll Svensson, argument för en betydligt lägre räntebana, som man kan se i diagram 7. Under antagande om utländska styrräntor enligt terminsräntor visar diagram 7 KPIF- och arbetslöshetsprognos för huvudscenariots räntebana och två lägre räntebanor. Lägre utländska styrräntor enligt terminsräntorna ger för huvudscenariots räntebana en större räntedifferens mellan räntebanan och utländska räntor, en starkare krona, en lägre inflationsprognos, lägre export och en högre arbetslöshetsprognos (de röda kurvorna i de två högra fälten i diagrammet). Den lägsta räntebanan i diagram 7 leder till bäst måluppfyllelse (de blå kurvorna i de högra fälten).

Mot bakgrund av detta förordade Svensson en sänkning av reporäntan med 0,5 procentenheter till 0,5 procent och sedan en räntebana på denna nivå till och med första kvartalet 2014 och sedan en uppgång till 1,5 procent vid prognosperiodens slut. Han

bedömde också att denna lägre räntebana inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning, eftersom penningpolitiken enligt honom normalt endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och med låg och stabil inflation inga långsiktiga effekter.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ställde sig bakom de prognoser som presenterades i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Prognoserna för omvärlden är i stort sett oförändrade jämfört med bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen i december. Men hon menade att det ändå hänt en del som, enligt hennes bedömning, innebär att man nu kan känna sig mer trygg i sin syn att ekonomin återhämtar sig under loppet av året. Decemberprognosen förutsatte att oron på finansmarknaden skulle avta och, även om bakslag kan komma, så har utvecklingen så här långt gått i rätt riktning. En annan förutsättning i prognosen var att man i USA skulle undvika det så kallade budgetstupet, det vill säga en stor finanspolitisk åtstramning om parterna i kongressen inte skulle kommit överrens vid årsskiftet. De kom överrens även om de grundläggande och mer långsiktiga budgetproblemen inte är lösta på långa vägar.

Wickman-Parak bedömde nu, liksom i december, att utvecklingen i omvärlden kan bli bättre än vad som ligger i Riksbankens prognos och hade blivit en aning stärkt i denna syn. Uppgången i olika förtroendeindikatorer i euroområdet har blivit fler och något tydligare men framför allt har de positiva signalerna i USA och Kina fortsatt. Hon menade dock att det ändå är rimligt att avvakta med prognosrevideringar tills mer statistik finns tillgänglig än den som hunnit komma på den korta period som gått sedan december. Det finns också en kvarvarande politisk osäkerhet. De senaste turerna i Spanien med ett minskat förtroende för regeringen och oron inför valutgången i Italien illustrerar denna osäkerhet. Det här tillsammans innebär att hon ställde sig bakom huvudscenariots mer försiktiga omvärldsprognos i den penningpolitiska rapporten. I ett alternativscenari i rapporten illustras vad en starkare utveckling i omvärldens tillväxt skulle kunna få för konsekvenser för den svenska ekonomin och penningpolitiken.

Inför det penningpolitiska mötet i december hade det inkommit en mängd illavarslande svensk statistik som visade att de inhemska komponenterna i ekonomin, som tidigare visat ganska god motståndskraft, försvagats ordentligt. Illavarslande tecken fanns också på arbetsmarknaden; varslen ökade snabbt under både oktober och november.

Wickman-Parak sa att det nu inkommit en hel del nya månadsindikatorer. Hon menade att man inte ska dra för stora växlar på enskilda månadsutfall, men att det var glädjande att de tyder på att läget inte fortsatt att försämrats utan stabiliserats eller visar på en något bättre utveckling. Till exempel ökade tjänsteproduktionen åter i december och det ser ut som om exportorderingen till industrin har förbättrats. KI:s barometer för januari visar att förtroendet i detaljhandeln och tjänstesektorn steg något om än från låga nivåer. Hushållens förtroende steg något från en låg nivå men den komponent som speglar synen på den egna ekonomin har vänt kraftigt uppåt. Nivån för antalet varsel har

också kommit ner från de höga tal som uppmättes i oktober och november. Sysselsättningen i december kom också in aningen högre än prognosen i december.

Att även prognoserna för svensk ekonomi i stort sett är oförändrade jämfört med bedömningen i december ansåg Wickman-Parak rimligt. Men hennes bedömning var att det finns tecken som innebär att man kan känna sig mer trygg med prognoserna även för den svenska ekonomin. Hon ställde sig därför bakom prognoserna i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Men hon sa sig inte vara främmande för att det lite längre fram visar sig att utvecklingen kan bli bättre än vi nu förutser.

Det är alltid svårt att göra prognoser, fortsatte Wickman-Parak, men hon tyckte att det under senare år hade varit extra svårt när utfall och indikatorer varierat kraftigt under korta perioder. Man kan till exempel påminna sig om att man också i slutet av 2011 såg en inbromsning i ekonomin som var skarpare än väntat, men som snabbt följdes av stigande indikatorer och en förhållandevis stark tillväxt det första halvåret 2012.

En liten öppen ekonomi som den svenska är extremt känslig för vad som händer i omvärlden och när politiska faktorer har så stort inflytande för vägen framåt blir prognoserna extremt osäkra. Wickman-Parak menade därför att en klok strategi är att gå försiktigt fram med prognosrevideringar och inte snabbt reagera på till exempel snabba förändringar i statistiken uppåt eller nedåt eftersom det senare kan visa sig att de var av tillfällig natur. Hon tyckte att staben på Riksbanken i sitt prognosarbete hanterar den här problematiken på ett mycket betryggande sätt.

Direktionen har genomfört flera räntesänkningar på relativt kort tid. Den senaste var för ett par månader sedan och de samlade effekterna har ännu inte hunnit få genomslag. Wickman-Paraks bedömning var att BNP-tillväxten kan bli högre än i prognosen i utkastet till den penningpolitiska rapporten och att det den här gången därför är lämpligt att lämna reporäntan oförändrad. Men samtidigt menade hon att det fortfarande finns risker som snabbt skulle kunna försämra förtroendeklimatet och tillväxtutsikterna. Om reporäntan skulle behöva ändras i närtid är sannolikheten för en sänkning något högre än sannolikheten för en höjning. Det här avspeglas i förslaget till reporäntebana i utkastet till den penningpolitiska rapporten som hon ställde sig bakom.

Wickman-Parak tog därefter upp ett par frågor som rör penningpolitiken på ett mer generellt plan. Att penningpolitiken, i förhållande till finanspolitiken, har en framträdande roll i stabiliseringspolitiken vilar bland annat på tanken att de korta beslutsvägarna ger bättre möjlighet att parera svängningar i ekonomin. Det ligger mycket i det. Men även penningpolitiken måste baseras på prognoser. I efterhand är det lätt att konstatera att utvecklingen blev en annan än förutsett och kanske hade motiverat en annan räntepolitik. Riksbanken står sig väl i jämförelse med andra prognosmakare och hon underströk att man ständigt ska arbeta med att förfinas prognosmetoderna. Wickman-Parak poängterade dock att man inte ska underskatta svårigheterna med att göra prognoser. Det handlar inte

bara om att osäkerheten blir större ju mer horisonten sträcks ut, utan även att bedömningen av nuläget är förenad med osäkerhet. Hon ville inte förminska penningpolitikens roll när det gäller att mildra svängningar i ekonomin, men hon menade att man inte ska ha orealistiska förväntningar på penningpolitikens förmåga att finjustera ekonomin.

Ett annat problem, menade Wickman-Parak är att det är svårt att särskilja förändringar av strukturell art från de av konjunkturell art. Det kan till exempel handla om att trendtillväxten skiftat nedåt och att beräkningar av produktionsgapet därmed ger en missvisande bild av resursutnyttjandet. Den diskussion som direktionen haft om orsakerna till den höga arbetslösheten är exempel på problem av den här typen. Den lämpliga penningpolitiska responsen på en stigande arbetslöshet beror på inslagen av konjunkturella respektive strukturella faktorer vilket illustreras i ett av scenarierna i kapitel 2 i utkastet till den penningpolitiska rapporten.

Wickman-Parak gjorde också några reflektioner kring inflationen. KPIF-inflationen har legat kring en procent det senaste året och prognosen är att den håller sig på ungefär den nivån även det närmaste året. Det har flera orsaker enligt Wickman-Parak men hon ville lyfta fram de dämpande inflationseffekterna via låga importpriser. För ett litet land med hög importandel påverkas inflationen i hög utsträckning av impulser utifrån som penningpolitiken inte kan påverka. Riksbanken har idag inget bra sätt att mer precist särskilja de inflationsimpulser som emanerar från omvärlden, men arbetet för att förbättra metoderna pågår. Man kan ändå få grova indikationer om man betraktar utvecklingen i varupriserna (exklusive energi och livsmedel) och jämför med de mer inhemskt influerade tjänstepriserna. Diagram 3:27 i utkastet till den penningpolitiska rapporten illustrerar detta. Där framgår att varuinflationen under de senaste tio åren under större delen varit negativ. Enda gången varuinflationen tydligt låg över noll, ett kort tag på ungefär 2 procent, var under den finansiella krisen när kronan försvagades betydligt. Tjänsteprisinflationen har varierat men har under en lång tid legat närmare två procent där den för övrigt också legat det senaste året.

Wickman-Parak menade att det säkert hade varit möjligt att via en mer aggressiv penningpolitik, vilket Svensson redan varit inne på i sitt inlägg, nå en bättre målluppfyllelse när det gäller inflationen. Ännu lägre räntor skulle via en försvagad kronkurs höjt varuinflationen och den mer stimulerande politiken skulle också ha drivit upp mer inhemskt genererade priser som tjänstepriserna. Men hennes bedömning är att man då också hade haft en än högre skuldkvot och ännu mer sårbara hushåll. Med högre skulder blir hushållen mer sårbara för inkomstförändringar och ränteförändringar alldeles oavsett vad som händer med bostadspriserna. Det talas ofta om att andra medel än räntan borde kunna användas för att stävja hushållens upplåning. Men Riksbanken har inte haft och har inte några andra medel till sitt förfogande.

Måluppfyllelsen för inflationsmålet, fortsatte Wickman-Parak, skulle visserligen kortsiktigt se bättre ut men penningpolitiken måste ha framförhållning och beakta riskerna av den förda politiken på lite längre sikt. Vad händer när priserna på importerade varor börjar stiga och den inhemska inflationen är uppdriven? Då kan det bli fråga om att snabbt lägga om penningpolitiken. Det skulle ske i ett läge där hushållens skulder ökat ytterligare och känsligheten för ränteförändringar blivit ännu större. Det skulle funnits en uppenbar risk att penningpolitiken skulle bidra till större i stället för mindre svängningar i ekonomin.

En svag krona kan få kortsiktigt positiva effekter på exporten och svensk ekonomi drog nytta av det under krisen. Men en lågt värderad valuta är knappast bra på lång sikt. På grund av bristande omvandlingstryck riskerar kapitalstocken bli både mindre och av sämre kvalitet än den annars hade varit. Det skulle i sin tur ge sämre långsiktiga tillväxtförutsättningar.

Wickman-Parak avslutade sitt inlägg med att säga att hennes utvikning behandlade en längre tidsperiod än prognoshorisonten för dagens penningpolitiska beslut. Men med tanke på diskussionen om måluppfyllelse kan det vara värt att tänka på att det är ganska svåra avvägningar som måste göras och att en penningpolitik som kan se bra ut i det kortsiktiga perspektivet kan inkludera risker som ger sig tillkänna på lite längre sikt och som kan sträcka sig utöver Riksbankens normala prognoshorisont.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** inledde med att säga att hon ansåg att konjunkturläget ser ut att vara i linje med vad som förväntades vid det penningpolitiska mötet i december och hon ställde sig bakom bedömningen att utsikterna för svensk ekonomi är i princip desamma som i den penningpolitiska uppföljningen i december. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har visserligen varit förvånansvärt positiv under merparten av den här perioden, med minskade spreadar på statslåneräntor i skuldtyngda länder i euroområdet och stigande börskurser, även om det sett lite annorlunda ut de senaste dagarna. Den reala ekonomin har dock inte uppvisat en lika positiv utveckling, även om det finns vissa tecken på att nedgången i euroområdet kan vara på väg att plana ut. Samtidigt är risken för bakslag påtaglig, vilket betonas i utkastet till den penningpolitiska rapporten, och påtalades i Wickman-Paraks inlägg. En viktig faktor bakom optimismen på de finansiella marknaderna tycks vara den europeiska centralbankens (ECB) annonsering av OMT-programmet⁴ och centralbankchefen Mario Draghis uttalande om att göra allt som krävs för att hålla ihop euroområdet. Men hittills har ECB inte behövt agera och därmed inte behövt tydliggöra hur OMT-programmet ska fungera i praktiken. När det verkligen aktiveras finns det risk att det inte riktigt uppfyller

⁴ OMT står för "Outright Monetary Transactions" och är ECB:s program för att köpa obligationer på andrahandsmarknaden givet att vissa villkor är uppfylla.

marknadsaktörernas förväntningar och att det leder till en ny våg av pessimism, menade Ekholm.

Den nya information som inkommit om den svenska ekonomin sedan det penningpolitiska beslutet i december är också i linje med de förväntningar Riksbanken hade då. Det finns en del som tyder på att konjunkturen kan ha nått botten och förhoppningsvis är på väg mot en återhämtning. Mot bakgrund av problemen i euroområdet är det dock svårt att tro att den svenska ekonomin skulle kunna få betydande draghjälp från omvärlden. Mycket hänger på att förtroendet hos hushåll och företag återvänder och att det leder till ökad inhemsk konsumtion och högre investeringar.

Vad innebär detta för reporäntebeslutet, frågade sig Ekholm. Att nedgången i ekonomin kanske har stannat upp skulle kanske tala för att även reporäntesänkningarna borde stanna upp. Men utgångspunkten för vad som är en lämplig reporänta är hur man ser på utvecklingen för inflationen och resursutnyttjandet framöver. Med den föreslagna reporäntebanan i utkastet till den penningpolitiska rapporten – med oförändrad ränta på 1 procent i cirka ett år och sedan successiva höjningar – förväntas KPIF-inflationen fortsätta vara under 2 procent fram till i mitten av 2014 och arbetslösheten inte någon gång under prognosperioden komma ned till de 6,25 procent som är mittpunkten i det intervall för den långsiktigt hållbara arbetslösheten som har skattats av avdelningen för penningpolitik. Med den föreslagna penningpolitiken förblir alltså inflationen under 2 procent under lång tid och arbetslösheten över vad som kan anses vara långsiktigt hållbart. Dessutom är det oklart vad det är som ska få upp inflationen mot 2 procent givet det svaga arbetsmarknadsläget under hela prognosperioden och prognosen om en i stort sett oförändrad växelkurs. Liksom Svensson såg Ekholm en risk för att KPIF-inflationen förblir under 2 procent under hela prognosperioden med den föreslagna reporäntebanan. Detta framstod inte som en väl avvägd penningpolitik i hennes tycke.

Den typ av målkonflikt som vanligtvis innebär svåra avvägningar i penningpolitiken – att väga kostnaden för att skjuta över inflationsmålet mot intäkterna av lägre arbetslöshet – är inte relevant för Riksbanken i det rådande konjunkturläget. En mer expansiv penningpolitik skulle enligt Ekholm göra måluppfyllelsen bättre ur båda aspekterna – både när det gäller att uppfylla inflationsmålet och få ned arbetslösheten. Detta fångas också väl av analysen av alternativa banor för reporäntan i kapitel 2 i utkastet till den penningpolitiska rapporten. Den åtföljs visserligen av ett resonemang om att effekterna av penningpolitiken i verkligheten kanske går långsammare än i analysen och det sägs i kapitel 1 att en räntesänkning nu skulle riskera att KPIF-inflationen hamnade över 2 procent mot slutet av prognosperioden, vilket alltså skulle tala emot en räntesänkning. Ekholm tyckte inte att detta argument är relevant. Om effekterna av räntesänkningar verkligen är trögare så talar det för att räntan skulle ha behövt sänkas snabbt när konjunkturen mattades av, inte långsamt som har varit tendensen under senare tid.

Dessutom utgör en större tröghet inget skäl att förkasta en räntesänkning med 0,25 procentenheter nu med hänvisning till att KPIF-inflationen kanske blir 2,2 procent istället för 2 procent någon gång 2015. Eftersom inflationen i dagsläget ligger så långt under 2 procent kan det knappast skada trovärdigheten för inflationsmålet att kanske gå ett par tiondelar över 2 procent om 2-3 år. Att satsa på att inte gå över 2 procent alls när arbetslösheten väntas vara högre än vad som bedöms vara en långsiktigt hållbar nivå under hela prognosperioden ger intrycket av ett asymmetriskt inflationsmål, det vill säga att målet är att hålla inflationen under 2 procent. Egentligen tänker vi oss dock målet som symmetriskt, där inflationen lika ofta överstiger som understiger målet.

Ett annat argument, sa Ekholm, som förs fram mot en räntesänkning är att det skulle vara svårt att uppnå en väsentligt lägre arbetslöshet under de närmaste åren på grund av att en stor del av observerad arbetslöshet är strukturell. Samtidigt anförs penningpolitikens effekt på hushållens skuldsättning som ytterligare ett argument mot en räntesänkning. Det formuleras alltså som om man kräver att penningpolitiken ska ha en väsentlig effekt på arbetslösheten för att använda penningpolitiken för att stödja utvecklingen på arbetsmarknaden. Samtidigt är man villig att använda penningpolitiken för att påverka hushållens skuldsättning utan att ha något stöd för att penningpolitiken har en väsentlig effekt på skuldsättningen. För Ekholm utgör det en olycklig omformulering av vad penningpolitiken ska användas till. Att penningpolitiken har effekt på inflationen och resursutnyttjandet är trots allt väl belagt och där har Riksbanken ett någorlunda tydligt definierat uppdrag. Att den har väsentliga effekter på hushållens skuldsättning är däremot inte belagt, som Svensson var inne på i sitt inlägg. Enligt de analyser som har gjorts tycks effekten av förändringar i reporäntan vara små för att inte säga obetydliga. Dessutom är det oklart vad Riksbankens direktion har för uppdrag när det gäller att styra hushållens skuldsättning i en eller annan riktning. Som noteras i utkastet till penningpolitisk rapport har tillväxten i hushållens krediter fallit och är nu ungefär i linje med tillväxten i disponibla inkomster. Bopriserna verkar också mer eller mindre stabila. Ekholm menade därför att det åtminstone för henne var oklart vad det är ytterligare som direktionen ska uppnå på detta område.

Men omformuleringen tydliggör att den potentiella målkonflikt som ligger bakom att reporäntan föreslås vara oförändrad i utkastet till penningpolitisk rapport är den mellan en stabilisering av makroekonomin under de närmaste tre åren och eventuella risker förknippade med höga bostadspriser och hushållens skuldsättning. Dessa risker har trots alla ansträngningar och försök till analyser förblivit vaga och svåra att ta på. I utkastet till rapporten finns en mycket läsvärd ruta om hushållens balansräkning och den makroekonomiska bedömningen som går igenom hur hushållens balansräkningar ser ut och på vilket sätt deras skuldsättning skulle kunna påverka den makroekonomiska utvecklingen negativt. Den slutsats man kan dra är att det i första hand är via effekter på sparandet som ett fall i värdet på hushållens tillgångar – det vill säga i praktiken ett

bostadsprisfall – skulle kunna leda till en negativ makroekonomisk utveckling. Men det krävs, enligt Ekholm, en djupare analys för att uttala sig om detta utgör en risk för svensk ekonomi. Till skillnad från många av de länder som fått problem efter ett fall i bostadspriserna och till skillnad från vad som var fallet i Sverige vid 90-talskrisen så har hushållen ett ganska högt sparande. Det är också detta relativa höga sparande som gör att hushållens balansräkningar ser ganska bra ut – de har relativt stora tillgångar även när vi bortser från reala tillgångar i form av bostäder. En annan skillnad är det låga bostadsbyggandet. Det typiska mönstret där bostadspriserna fallit rejält är att prisfallet har föregåtts av en byggboom. För att kunna bedöma i vilken utsträckning hushållens skuldsättning utgör en risk för den makroekonomiska utvecklingen i Sverige så borde Riksbanken analysera vilken roll dessa faktorer spelar.

Ekholm tyckte alltså inte att den föreslagna räntebanan med en oförändrad reporänta utgör en väl avvägd penningpolitik. I ljuset av den låga inflationen och den höga arbetslösheten så finns det, enligt henne, utrymme för att göra penningpolitiken mer expansiv. Det skulle underlätta en återhämtning och minska risken för att den höga arbetslösheten biter sig fast. Det är också viktigt att inflationen inte ligger långt under 2 procent alltför länge för att undvika att förtroendet för inflationsmålet minskar. Hon tyckte att reporäntan borde sänkas till 0,75 procent och förordade en bana där räntan ligger kvar på den nivån till och med första kvartalet 2014, för att sedan successivt stiga till knappt 2 procent. Det är ungefär samma räntebana som hon förordade vid beslutstillfället i december.

Vice riksbankschef **Per Jansson** inledde med att säga att Svensson, Wickman-Parak och Ekholm hade berört många viktiga frågor. Han sa att han skulle återkomma till några av dem om en stund i den penningpolitiska diskussionen.

Jansson påpekade att det ju nästan alltid är så att den penningpolitiska rapporten eller uppföljningen innehåller något som man inte håller med om men som man ändå ställer upp på för att en kompromiss måste göras. Men denna gång menade Jansson att det för hans del var ovanligt få saker i utkastet till rapporten som han inte kunde ställa sig bakom. Det gjorde också att han kunde vara ganska kort när det gäller hans kommentarer till den aktuella prognosen och penningpolitiken.

Jansson ställde sig alltså bakom både makroprognosen och penningpolitiken som finns i utkastet till penningpolitisk rapport. Han ville särskilt lyfta fram att de resonemang kring penningpolitiska överväganden som finns i slutet av kapitel 1 på ett mycket bra sätt fångar de aspekter som han vid det här tillfället upplevt som viktigast när det gäller för- och nackdelar med att göra penningpolitiken ännu mer expansiv.

När direktionen diskuterade det ekonomiska läget och penningpolitiken i december var ju stämningen runt bordet ganska dyster. Riksbanken räknade med en negativ BNP-tillväxt det fjärde kvartalet och det finns starka skäl att tro att det om några veckor, när

statistiska centralbyrån (SCB) publicerar BNP-tillväxtsiffran, kommer att bekräftas att det svenska konjunkturläget mot slutet av fjolåret var mycket svagt. Flera i direktionen övervägde att mot bakgrund av den snabba konjunkturförsämringen sänka räntan med 0,5 procentenheter. Det fanns en förhoppning om att ekonomin under inledningen av 2013 skulle återhämta sig men detta var långt ifrån självklart.

Sedan dess, fortsatte Jansson, har flertalet ledande indikatorer börjat stiga, både i Sverige och i omvärlden. Till exempel har Sveriges inköpschefsindex i januari ökat påtagligt för både industrin och tjänstesektorn och KIs konjunkturbarometer har vänt uppåt, om än från en låg nivå. Även vissa hårddata, bland annat tjänsteproduktionen, industriproduktionen och orderingången, har under den allra senaste tiden utvecklats ganska bra. På de finansiella marknaderna har riskaptiten börjat återvända, illustrerat av stigande börskurser och något minskande skillnader i statsobligationsräntor mellan krisländer i euroområdet och länder som upplevs som mindre riskfyllda.

Eftersom man nu kan vara lite mer säker på att den återhämtning direktionen hoppades på i december faktiskt har inletts landade Jansson i att det är rimligt att lämna reporäntan oförändrad på 1,0 procent, i linje med bedömningen i december.

Faran för en sämre utveckling än den förväntade kan givetvis inte blåsas över ännu och risker för bakslag finns. Det understryks inte minst av den senaste tidens politiska oro i Spanien och Italien. Men ljusglimtarna är ändå tydliga och för första gången på länge kände Jansson att det nu, åtminstone från och med andra halvan av 2013, fanns lika stora möjligheter att den realekonomiska utvecklingen kan överträffa som landa under Riksbankens prognoser.

Jansson fortsatte sitt inlägg med att säga att mot bakgrund av att han denna gång inte hade så mycket att säga om den aktuella prognosen ville han diskutera en lite mer övergripande fråga, nämligen frågan huruvida det är självklart att en mer expansiv penningpolitik de senaste 2-3 åren skulle ha varit väsentligt bättre än den penningpolitik som faktiskt förts. Det kanske inte kom som någon överraskning att han själv inte tyckte att detta är självklart, sa han. Han ville peka på ett par aspekter som han tyckte är relevanta i sammanhanget.

För det första lyfts ofta fram att riskerna förknippade med hushållens skuldsättning minskat under senare tid. Det handlar om att kredittillväxten har bromsat in, att skuldkvoten har slutat att öka och att huspriserna inte stiger lika snabbt som tidigare. Men när man säger att en mer expansiv penningpolitik de senaste åren självklart hade varit att föredra så verkar man "glömma bort" att utvecklingen av hushållskrediterna och bostadspriserna är betingad på den penningpolitik som förts och att det faktiskt är helt okänt hur dessa variabler hade utvecklats med en annan mer expansiv penningpolitik.

Det hade varit spännande att veta vad som hade hänt med kredittillväxten och bostadsprisernas ökningstakt om till exempel reporäntan inte hade höjts med 1,75

procentenheter från mitten av 2010 till mitten av 2011, i ett utgångsläge när BNP-tillväxten uppgick till rekordsnabba 6 procent, kreditökningen fortfarande var strax under 10 procent och de reala huspriserna påtagligt stigande. Det finns förstås ingen som kan ge ett säkert svar på denna fråga. Men det är upp till bevis för dem som påstår att en mer expansiv penningpolitik självklart hade varit bättre.

Påståendet att en mer expansiv penningpolitik de senaste åren hade varit att föredra ska väl i första hand förstås mot bakgrund av att nuläget i svensk ekonomi kännetecknas av låg inflation och en relativt svag arbetsmarknad. Jansson ville understryka att han på alla sätt och vis delar synen att den just nu låga inflationen och svaga realekonomin innebär att penningpolitiken måste vara expansiv. Och han ville givetvis inte ifrågasätta att en mer expansiv penningpolitik hade fört med sig lite högre inflation och en bättre arbetsmarknadsutveckling. Men frågan är hur mycket bättre utfallen hade blivit med en sådan politik. Inte heller den här frågan låter sig enkelt besvaras. Med han tyckte att erfarenheterna från andra länder, där penningpolitiken de facto har haft en mer expansiv inriktning än i Sverige, kan ge en del perspektiv.

I USA har styrräntan nu legat på 0,25 procent sedan slutet av 2008. Till bilden hör också att den amerikanska centralbanken (Fed) under perioden ytterligare stimulerat ekonomin genom köp av olika tillgångar. Feds balansomslutning uppgår idag till ca 19 procent av BNP. Trots detta så har sysselsättningen utvecklats betydligt sämre i USA än i Sverige. I USA har sysselsättningsgraden knappt alls förbättrats sedan slutet av 2009 medan den har stigit med ca 2,5 procentenheter i Sverige. I termer av arbetslöshet klarar sig USA visserligen relativt sett bättre men det beror mycket på att Sverige haft ett snabbare inflöde till arbetskraften, som ju långsiktigt är gynnsamt för både sysselsättningen och arbetslösheten.

Även ECB har fört en penningpolitik som har varit mer expansiv än Riksbankens penningpolitik. Där har styrräntan, med undantag för några kvartal under 2011, legat på 1 procent eller lägre sedan våren 2009. Precis som Fed har ECB dessutom vidtagit omfattande extraordinära penningpolitiska stimulansåtgärder. I dagsläget uppgår ECB:s balansomslutning till ca 31 procent av BNP i euroområdet. Men inte heller inom euroområdet har sysselsättningen utvecklats mer gynnsamt än i svensk ekonomi. Sedan slutet av 2009 har sysselsättningsgraden minskat något medan den alltså har ökat ganska ordentligt i Sverige. Och i euroområdet har dessutom arbetslösheten stigit kontinuerligt sedan 2008, från drygt 7 till nästan 12 procent.

Jansson avslutade sitt inlägg med att betona att han inte menar att det han anför "bevisar" att en mer expansiv penningpolitik inte hade varit bättre än den penningpolitik som förts. Däremot tyckte han att det visar att det är svårt, för att inte säga nästan omöjligt, att avgöra om den ena politiken hade varit så mycket bättre än den andra. Svensson tycker uppenbarligen att det är enkelt att göra sådana kvantifieringar, fortsatte Jansson, men det är en syn som i varje fall inte han delade. Det är alltså som Jansson såg

det allt annat än självklart att en mer expansiv penningpolitik de senaste 2-3 åren skulle ha varit väsentligt bättre än den penningpolitik som Riksbanken faktiskt bedrivit.

Första vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** inledde med att konstatera att hon delade den bedömning som redovisas i utkastet till den penningpolitiska rapporten vad gäller utvecklingen i omvärlden och utvecklingen i Sverige. Hon ställde sig också bakom förslaget att behålla reporäntan oförändrad på 1 procent och den nya reporäntebanan.

Vid det penningpolitiska mötet i december hade direktionen att bedöma styrkan i den minskade efterfrågan på svenska varor och tjänster och dess effekt på inflation och arbetsmarknad. En viktig parameter i direktionens bedömning var då en större påverkan från den svaga utvecklingen i omvärlden. Krisen i euroområdet bidrog till att dämpa framtidsförtroendet i Sverige. Till det kom risken för det finanspolitiska budgetstupet i USA och vilka följeffekter dess hantering skulle få på amerikansk ekonomi och i förlängningen den globala efterfrågan.

I euroområdet är det realekonomiska läget fortsatt svagt men det finns positiva signaler. Det har skett framsteg i några länder när det gäller konkurrenskraft och bytesbalans. Indikatorer på finansiell fragmentering tyder på minskade problem.

I USA, fortsatte af Jochnick, har beslut fattats som innebär att budgetstupet i sin helhet undveks. Den finanspolitiska åtstramningen som andel av BNP antas begränsas till 1,5 procent för 2013 jämfört med 4 procent som skulle kunnat bli fallet om en överenskommelse inte uppnåts. Överenskommelsen i kongressen är i linje med Riksbankens bedömning i december. I rapporten antas att den finanspolitiska konsolideringen fortsätter under hela prognosperioden. Den finanspolitiska åtstramningen blir dock gradvis mindre och tillväxten kan stiga snabbare 2014 och 2015. Den underliggande efterfrågan i den amerikanska ekonomin fortsätter att utvecklas relativt väl. af Jochnicks bedömning är att denna utveckling nu fortsätter. Till detta bidrar bland annat en fortsatt förbättring på bostadsmarknaden, ett bättre läge i banksektorn och en återhämtning på arbetsmarknaden där sysselsättningen stiger i en relativt snabb takt. I flera tillväxtekonomier, till exempel Kina, fortsätter också återhämtningen.

En faktor, fortsatte af Jochnick, som var viktig under hösten gällde utvecklingen på de finansiella marknaderna. Man kunde mot slutet av 2012 se att de finansiella marknaderna fungerade allt bättre och man kan nu konstatera att denna trend fortsatte under början av 2013. Så kallade CDS- premier på upplåning av stater och banker har i flera fall reducerats till nivåer som motsvarade de som rådde innan den finansiella krisen bröt ut. Till det kommer att volatiliteten i ränte- och valutamarknaderna minskat betydligt.

af Jochnick varnade dock för att det finns en risk att finansmarknadens positiva syn inte motsvaras av fundamentala faktorer än. En förutsättning för att de finansiella marknaderna fortsättningsvis ska fungera väl är att det inte uppstår några avgörande bakslag vad gäller problemländernas åtaganden i euroområdet att genomföra strukturella

reformer. Det finns till exempel fortfarande problem och risker i några stora länder vad gäller konkurrenskraft och stabiliteten i banksystemen. Innan man kan blåsa faran över måste det således till ytterligare åtgärder så att finansmarknaderna vilar på stabil grund.

Stabilare finansmarknader kan då bidra till att den reala ekonomin återhämtar sig. Det är också viktigt att euroområdet lyckas genomföra beslut om gemensam tillsyn, krishantering och insättarskydd så att förtroendet för samarbetet i euroområdet successivt kan återställas. Vägen framåt kommer att kantas av överraskningar men förhoppningsvis kan de hanteras. af Jochnicks samlade bedömning av utvecklingen i omvärlden är att den i stort följer prognosen i december.

Vad gäller Sverige har det kommit viss ny information. af Jochnicks bedömning är dock att den information som inkommit efter reporäntebeslutet i december inte indikerar att den expansiva penningpolitik som bedrivs borde ändras. Det är fortsatt viktigt att ha en låg ränta som stödjer svensk ekonomi och skapar förutsättningar för att nå inflationsmålet på 2 procent inom prognosperioden.

Om man kan värdera nyanser i den information som kommit in och dess betydelse för vår syn på utvecklingen i Sverige 2013 menade hon att nyansen går åt det mer positiva hållet. Det som fortfarande tynger är den negativa utvecklingen i den svenska industrin och problemen på arbetsmarknaden. Tjänstenäringen ser däremot ganska positiv ut.

Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer visar på att hushållens förtroende för det ekonomiska läget steg i januari 2013 men det är fortfarande lägre än normalt. På kort sikt räknar Riksbanken med att hushållen ökar sitt sparande och att konsumtionen ökar långsammare än normalt. Men i takt med att eurokrisen hanteras och framtidstron ökar så kommer konsumtionen i Sverige att växa snabbare. Företagens export och investeringar väntas också öka och tillväxten i BNP ökar gradvis.

Med anledning av synpunkter som lämnats om direktionens ansvar för att uppfylla målet i riksbankslagen ville af Jochnick ge följande kommentar. Riksbanken har ett tydligt mål att upprätthålla ett fast penningvärde och har ett uttryckt oberoende vad gäller utformningen av penningpolitiken. Riksbanken har också ett mål vad gäller att främja ett säkert och effektivt betalningsväsende.

Enligt af Jochnicks mening har de senaste årens utveckling, vilket också finns dokumenterat i forskning och analys, visat att centralbanker bör ha ett helhetsperspektiv vad gäller både penningpolitik och finansiell stabilitet eftersom finansiell stabilitet är en förutsättning för att penningpolitiken ska fungera effektivt. Detta innebär att inflationsmålet och vårt oberoende står i fokus men att vi därmed inte kan bortse från effekter på lite längre sikt vad gäller till exempel finansiella obalanser som kan byggas upp.

Så länge som Riksbanken inte har några andra verktyg än reporäntan att använda för att motverka att finansiella obalanser byggs upp så ansåg af Jochnick att det är rimligt att direktionen i den penningpolitiska diskussionen också beaktar dessa risker.

Penningpolitiken är ett trubbigt instrument för att motverka uppbyggnad av finansiella bubblor men finansiella obalanser kan leda till stora problem för företag och hushåll och i förlängningen orsaka minskad tillväxt och högre arbetslöshet. Bara det faktum att Riksbanken har talat om riskerna med hushållens höga skuldsättning har, enligt af Jochnick, bidragit till att hushållens skuldkvot stabiliserats, om än på en hög nivå.

Riksbankschef **Stefan Ingves** delade synen på den internationella utvecklingen och den svenska ekonomin i utkastet till penningpolitisk rapport och ställde sig även bakom förslaget att behålla reporäntan oförändrad på 1 procent och den nya räntebanan.

Ingves noterade att siffermässigt ligger prognosen i huvudscenariot nära den i december och då är det kanske inte så överraskande att synen på penningpolitiken är densamma. Grundantagandet är en gradvis normalisering av den ekonomiska utvecklingen i såväl Sverige som i omvärlden.

Omvärlden har utvecklats ungefär som väntat. I euroområdet är det realekonomiska läget fortsatt svagt men det finns tecken på att botten kan vara nådd. Riskpremierna har minskat på statspapper i krisländerna och på interbankmarknaden. Det har skett vissa framsteg när det gäller att hantera de strukturella obalanser som byggdes upp före krisen. I exempelvis Spanien och Irland har enhetsarbetskostnaderna sjunkit och bytesbalansen är nära noll. I prognosen antas att krishanteringen fortsätter och bidrar till successivt ökande förtroende bland företag och hushåll, men det finns risk för bakslag.

I USA har de mest akuta problemen undvikits. Men den finanspolitiska konsolideringen behöver fortsätta och i huvudscenariot antas att så sker. Det finns också en del tecken på återhämtning i ekonomin, bland annat gäller det bostadssektorn och arbetsmarknaden.

Återhämtningen för världshandeln fortsätter. Men fortfarande är det en tydlig skillnad mellan tillväxtländerna med en starkare ökningstakt och mer utvecklade ekonomier.

Sammantaget finns litet fler tecken på en återhämtning i omvärlden i linje med huvudscenariot. Just nu står det dock och väger i Europa. Utvecklingen i euroområdet kan bli bättre eller sämre än i huvudscenariot. Räntebanan i huvudscenariot avspeglar en kompromiss mellan dessa två möjligheter. Det är möjligt att vändningen kommer tidigare än Riksbanken räknat med. Ett tecken på det är de positiva signalerna på de finansiella marknaderna. Ett annat alternativ är att krishanteringen drar ut på tiden och vändningen dröjer. De svenska erfarenheterna från 90-talskrisen visar att det kan ta ett tag innan man skördar frukterna av krishantering och nya regelverk. Här ska man också skilja mellan stabiliseringen på marknaderna och till exempel börsuppgången och den realekonomiska utvecklingen. Det rör sig om olika tidsperspektiv, där den ganska långsamma realekonomiska anpassningen stämmer väl med vår prognos.

I Sverige försvagades den realekonomiska utvecklingen mot slutet av förra året. Problemen i euroområdet bidrog till att dämpa efterfrågan. Nuläget är fortfarande svagt enligt Riksbankens intervjuer med företagen. Det gäller särskilt industrin. Det finns några framtidsblickande indikatorer som tyder på att botten kan vara nådd, även om det inte tydligt bekräftats i faktiska utfall. Företagen bedöms klara sig med den personal de har ännu en tid och sysselsättningen bedöms öka först i mitten av nästa år. Hushållens framtidstro har ökat men den är fortfarande lägre än normalt. I nuläget är inflationen låg. Det är en följd av svagt resursutnyttjande samt kronans förstärkning som bidragit till låga importpriser. I ett konjunkturläge med låg inflation bör penningpolitiken vara stimulerande. Reporäntan har halverats sedan förra vintern. Den reala reporäntan bedöms vara negativ under hela prognosperioden. Det bidrar till att konjunkturen förstärks vilket gör att resursutnyttjandet blir mer normalt och inflationen stiger mot målet.

Med nuvarande låga ränteläge bör man vara uppmärksam på kopplingen mellan hushållens skulder och penningpolitiken. Sammantaget är det rimligt att behålla reporäntan oförändrad på 1 procent och justera ned banan något.

§3. Diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att kommentera vad som sagts tidigare. Svensson noterade att några av ledamöterna anser att hushållens högre skuldkvot gör hushållen mer sårbara för räntehöjningar. Men samtidigt gör ju hushållens högre reala och finansiella tillgångar hushållen mindre sårbara. De enligt Svensson hittills bästa undersökningarna av hushållens motståndskraft mot räntehöjningar och andra störningar finns i Finansinspektionens bolånerapporter. Enligt rapporten som publicerades i mars 2012 klarar de nya låntagarna, som ju är mer känsliga än de gamla låntagarna, mycket svåra stresstest, inklusive betydligt högre räntor. Bankers kreditprövning och uppskattningar av bolånekostnaderna görs också för tämligen höga bolåneräntor, i genomsnitt 7,7 procent. Stresståligheten var också bättre i 2012 års rapport än två år tidigare, i 2010 års rapport.

Svensson kommenterade att Wickman-Parak ansåg att det var svårt att väga inflation och arbetslöshet mot eventuella risker förenade med hushållens skuldsättning. Det var just den avvägningen Svensson velat precisera, i sin diskussion av konsekvenserna av räntehöjningarna med början sommaren 2010 jämfört med oförändrad låg ränta. Där gäller det att avväga 1 procentenhet lägre KPIF-inflation och drygt 1 procentenhet högre arbetslöshet, cirka 60 000 jobb, mot ungefär 1,5 procentenhets lägre skuldkvot, en skuldkvot som istället för 175 procent av disponibel inkomst är drygt 172 procent inom ett par års sikt. På lång sikt påverkas dessutom inte skuldkvoten alls. Svensson ansåg att det för honom var en enkel avvägning. Även om siffrorna är ungefärliga är det klart vilken

storleksordning det gäller, substantiella effekter på inflation och arbetslöshet och obetydliga effekter på hushållens skuldkvot.

Svensson framhöll att flera ledamöter sagt att man ska bevaka utvecklingen av hushållens skuldsättning. Detta hade Svensson inget emot. Men den avgörande punkten är ju om penningpolitiken kan märkbart påverka skuldkvoten. Svensson var förvånad av Janssons uttalande att detta inte är känt, trots den långa lista på referenser med liknande resultat som Svensson räknat upp.

När det gäller om expansiv penningpolitik förorsakat husprisbubblor hänvisade Svensson till diagram 8. Det är från ett tal av USA:s centralbankschef Ben Bernanke vid AEA-mötet i januari 2010.⁵ Den illustrerar sambandet mellan mer expansiv penningpolitik och husprisökningar för ett antal länder. Längs den horisontella axeln mäts genomsnittliga avvikelser i penningpolitiken från en Taylor-regel. Observationer längre till vänster motsvarar mer expansiv penningpolitik i förhållande till en Taylor-regel. Genomsnittlig ökning av reala huspriser mäts längs den vertikala axeln. Om mer expansiv penningpolitik leder till husprisbubblor borde det finnas ett negativt samband mellan avvikelser från Taylor-regeln och husprisökningar. Det finns dock inget sådant samband, som visas av den regressionslinje som lagts in. Den förklarar bara 5 procent av variationen och dess lutning är inte signifikant skild från noll.

Jansson hade i ett tidigare inlägg ifrågasatt om en mer expansiv penningpolitik sedan sommaren 2010 hade lett till ett bättre utfall. Svensson menade att det är som att fråga om det blir någon effekt i Sverige av en styrränta som i genomsnitt är 1,5 procent lägre under ett par år. Det vore mycket förvånande och skulle gå emot all praktisk erfarenhet och alla teoretiska och empiriska skattningar om inte detta skulle öka KPIF-inflationen och minska arbetslösheten betydligt. Svensson påpekade att hans beräkningar av effekterna på KPIF-inflationen och arbetslösheten var gjorda på vanligt sätt med Riksbankens modell RAMSES, som förklaras till exempel i hans tal i Umeå 2010.⁶

Jansson hänvisade också till att utvecklingen i euroområdet och USA inte blivit så god, trots att styrräntan där varit lägre än den svenska. Svensson ansåg att detta inte var en relevant jämförelse, eftersom läget för de ekonomierna i övrigt är så olika den svenska. En bättre jämförelse är att fråga sig vad som hade hänt i dessa ekonomier om man hade fört en likadan penningpolitik som den svenska. Om man tittar i diagram 3 ser man att den reala styrräntan i euroområdet varit ungefär minus 2 procent och i USA mellan minus 2 och minus 3 procent. Den svenska reala styrräntan har i genomsnitt varit något positiv. Vad hade hänt i euroområdet och i USA om man där fört en penningpolitik som i

⁵ Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary policy and the housing bubble", tal vid American Economic Associations möte i januari 2010, diagram 9.

⁶ Tal av Lars E.O. Svensson med titeln "Varför lägre reporäntebana", Umeå Universitet, 2010-02-24,

genomsnitt hade medfört en 2 procentenheter högre realränta? De flesta skulle, enligt Svensson, nog hålla med om att resultatet hade blivit förskräckande.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** anknöt till Lars Svenssons och Per Janssons diskussion om vad utfallet hade blivit med en annan penningpolitik än den faktiskt förda och vad konsekvenserna av den faktiskt förda politiken har varit. Det är förstås svårt att göra en kontrafaktisk analys, men Riksbanken borde ta sig an frågan och försöka göra en sådan analys. I en sådan borde man kunna urskilja hur den förda penningpolitiken har påverkat utvecklingen både när det gäller den makroekonomiska utvecklingen och hushållens skuldsättning och hur oförutsedda störningar samt andra åtgärder som påverkar hushållens skuldsättning, som bolånetaket, har spelat in. Att göra en analys av hur den förda politiken har påverkat ekonomin när man tittar bakåt kan ge lärdomar om hur den penningpolitiska transmissionsmekanismen ser ut. Det har också fördelen att det kan fånga de avvägningar som har gjorts implicit så att det blir tydligare hur de avvägningarna de facto ser ut.

Ekholm tog också upp en djupare frågeställning som anknyter till diskussionen kring målen för penningpolitiken. Hon menade att ett bekymmer med att målet framstår som lite otydligt är att ett otydligt mål inte går ihop med det oberoende som Riksbanken har. En hög grad av oberoende förutsätter ett tydligt mål så att måluppfyllelsen kan utvärderas kontinuerligt. Ekholm menade att det framstår som att det finns två huvudstrategier. Den ena är att värna Riksbankens oberoende, vilket förutsätter ett fortsatt tydligt formulerat mål för penningpolitiken. Den andra är att utifrån erfarenheterna i länder som fått stora problem i samband med finanskrisen dra slutsatsen att ett tydligt formulerat mål som det om prisstabilitet inte räcker för att säkerställa makroekonomisk stabilitet. Det behövs kanske en bredare målformulering där målet är svårare att precisera och därmed utvärdera. Men med mål som är svåra att utvärdera måste Riksbanken kanske också ge upp den höga grad av oberoende som den har idag.

Vice riksbankschef **Per Jansson** ville kommentera några aspekter i diskussionen. Jansson ansåg att Svensson missuppfattat hans parallell till sysselsättningsutvecklingen i USA och euroområdet. Poängen var att sysselsättningsutfallet i dessa länder inte har blivit bättre än i Sverige trots en betydligt mer expansiv penningpolitik. Jansson noterade att Svensson många gånger sagt att penningpolitiken har mycket stora effekter på produktion och sysselsättning. Men när nu den amerikanska centralbanken (Fed) och ECB bedriver den kanske mest expansiva penningpolitiken genom tiderna, med extremt låga styrräntor och extraordinära åtgärder under lång tid, borde det väl ändå för Svensson vara lite överraskande att sysselsättningsgraden sedan 2009 knappt ökat alls i USA och till och med minskat något i euroområdet. Jansson förstod inte hur Svensson får dessa ganska dåliga utfall att gå ihop med en penningpolitik som har mycket stora effekter på realekonomin.

Vad gäller hushållens skuldsättning hade flera viktiga omständigheter diskuterats. Ekholm och Svensson undrade om ett hänsynstagande till hushållens skulder inte innebär att målet för penningpolitiken ändras eller blir otydligt och om inte detta i så fall måste förtydligas i Riksbankens mandat. Dessutom menade Svensson att det rör sig om mycket enkla avvägningar då penningpolitiken har stora effekter på inflationen och arbetslösheten men små effekter på hushållens skuldsättning.

Beträffande frågan om otydligt mål och mandat såg Jansson inga stora principiella problem eftersom ett hänsynstagande till hushållens skulder för honom i första hand handlar om att verka för bibehållen makrobalans, och därmed prisstabilitet, på lite längre sikt. Detta är helt i linje med nuvarande lagstiftning och förarbeten som säger att målet för Riksbankens verksamhet ska vara att upprätthålla ett fast penningvärde och, utan att åsidosätta prisstabilitetsmålet, stödja målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå hållbar tillväxt och hög sysselsättning.

Svensson säger att det rör sig om mycket enkla avvägningar i penningpolitiken. Det är en syn Jansson inte delar i ljuset av de senaste årens erfarenheter med problem med överskuldsättning i många länder. Att den här typen av problem inte togs på allvar före den finansiella krisen kan möjligen ursäktas men hur man idag kan vara så bergsäker på att inga problem föreligger hade Jansson svårt att förstå. Till bilden hör också att synen på dessa frågor svängt under senare år, från ett perspektiv som gick ut på att pricka bubblor till ett perspektiv som mer handlar om att gradvis motverka en uppbyggnad av risker. Och i det sammanhanget har penningpolitiken, enligt Jansson, en viss roll att spela. Jansson framhöll att han inte var ensam om denna åsikt.⁷ Han ville också betona att det inte var så enkelt att avgöra i vilket tidsperspektiv penningpolitiken kunde påverka hushållens skulder. Det beror bland annat på hur förväntningar om framtiden bildas. Jansson framhöll att makrotillsynsverktyg kan vara ett bättre alternativ än reporäntan för att motverka den här typen av risker, men tyvärr så är detta politikområde i dagsläget ännu outvecklat.

Jansson avslutade med ett förtydligande vad gäller diskussionen om kontrafaktiska scenarier. Hans tidigare poäng var inte att Riksbanken inte skulle försöka göra sådana scenarier. I detta sammanhang framhöll han att han själv efterfrågat ett kontrafaktiskt scenario som undersöker huruvida det hade varit möjligt att sedan inflationsmålets införande bedriva penningpolitiken på ett sådant sätt att måluppfyllelsen förbättras för både KPI- och KPIF-inflationen samtidigt. Ett sådant numeriskt scenario kan med all säkerhet inte ge ett entydigt svar på om detta hade varit möjligt eller inte men det kanske ändå kan utgöra ytterligare en pusselbit när det gäller hur man ska se på Riksbankens

⁷ Se till exempel Michael D. Bordo och John Landon Lane (2012), "Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms; Some Historical and Empirical Evidence".

<http://www.udesa.edu.ar/files/UAEconomia/Seminarios/2012/Bordo.pdf>

uppfyllelse av inflationsmålet i ett längre perspektiv. Jansson menade alltså inte att Riksbanken inte ska försöka räkna på den här typen av scenarier. Men han ville betona att man måste ha klart för sig att kontrafaktiska scenarier är väldigt svåra att göra då de bygger på en rad förenklande antaganden. Därför måste de tolkas med stor försiktighet.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ansåg att det inte bara går att jämföra de reala styrräntorna för att bedöma hur expansiv penningpolitiken är i olika länder. Det är också viktigt att se på sluträntorna till hushåll och företag. I exempelvis euroområdet är den penningpolitiska transmissionsmekanismen delvis satt ur spel, vilket har lett till relativt höga sluträntor i förhållande till styrräntan i en del länder. Man bör också ta hänsyn till utvecklingen av kreditutbudet vid en bedömning av hur expansiv penningpolitiken är. Ingves ansåg vidare att penningpolitiken är närsynt när det gäller att hantera frågor kopplade till hushållens skuldsättning. Man bör diskutera händelser med låg sannolikhet men som kan ha allvarliga konsekvenser bortom prognoshorisonten. Han ansåg att hög skuldsättning hos hushållen kunde ses på ungefär samma sätt som en för hög statsskuld. Båda är ohållbara i längden och mot den bakgrunden är det bra att hushållens skuldkvot väntas stabiliseras framöver. Ingves kommenterade också Svenssons inlägg om att penningpolitiken inte bör försöka påverka hushållens skuldsättning. Det är för enkelt att säga att allt ska skötas av någon annan. Han påpekade att sådana andra åtgärder för att motverka en för hög skuldsättning hos hushållen ju kan ses som ett annat sätt att höja reporäntan. Ingves ansåg att det var beklagligt att det tar så lång tid att åstadkomma ett nytt beslutsregelverk inom detta område. Det behövs nu och det är bra denna diskussion förs.

Ingves ville därefter reflektera kring några frågeställningar Riksbanken har att arbeta med och som kan påverka synen på penningpolitiken i en öppen ekonomi som den svenska. Ingves noterade att penningpolitiken är mycket stimulerande i dagsläget. Ändå blir inflationen låg den närmaste tiden. KPIF-inflationen väntas vara i genomsnitt strax under 1 procent under det närmaste halvåret.

I tidigare konjunktursvackor har växelkursen fungerat som en stötdämpare. Men i dagsläget kan Riksbanken inte räkna med uppåtgående prisseffekter via försvagad växelkurs då en sådan försvagning inte skett. Priserna på importerade varor har fallit. Prisutvecklingen för konsumtionsvaror i producentledet, som påverkar konsumentpriserna med en viss fördröjning, har varit dämpad det senaste året. Kopplingen mellan räntedifferensen mellan omvärlden och Sverige och växelkursen är dessutom osäker. Strukturellt förefaller det också vara så att tjänstepriserna stiger medan varupriserna faller. I huvudscenariot antas också måttliga löneökningar i år och tillväxttakten i arbetsproduktiviteten väntas öka. Arbetskostnaderna per enhet ökar därför i år mindre än förra året. Hushållssektorn är dessutom historiskt högt belånad och hushållen bör, enligt Ingves, inte låna mer i relation till sina inkomster. Det betyder att även effektiviteten i penningpolitikens så kallade kreditkanal i det här avseendet är begränsad. Det kan sammantaget betyda att möjligheterna att med penningpolitiska

medel öka efterfrågan är mer begränsade i nuläget än i normalfallet. Man kan inte utesluta att inflationen kan komma att ligga under målet under en längre period oaktat penningpolitikens utformning.

Till det kommer osäkerheten om jämviktsantagandena i våra modeller. Hur har dessa jämviktsantaganden efter fem års volatil utveckling påverkats av krisen? Hur påverkas potentiell BNP-tillväxt och produktionsgap om det tar tid att flytta resurser till nya sektorer? Hur hög är den långsiktiga arbetslösheten? Var ligger den neutrala reala reporäntan? Vad betyder svaren för den framtida inflationstakten? Detta är viktiga frågor att arbeta med. I utkastet till penningpolitisk rapport finns exempelvis en analys av svårigheten att separera strukturella respektive konjunkturella problem på arbetsmarknaden. Om konjunkturskäl gör att arbetslösheten blir högre än i huvudscenariot dämpas inflationen. Men en annan möjlighet är att matchningen fungerar sämre och att det tar längre tid att anställa än vad som antas i huvudscenariot. Det betyder att den långsiktiga arbetslösheten kan ha ökat. Gapet mellan faktisk och långsiktig nivå ökar inte lika mycket som när arbetslösheten blir högre av konjunkturskäl. Att i ett sådant läge hålla en mycket låg reporänta kan bidra till att inflationen skjuter över målet. Det finns då en risk att inflationsmålet tappar sin roll som ankare. Inte heller de risker som är förknippade med en låg räntenivås betydelse för överskuldssättning i olika sektorer kan man bortse ifrån. Till det ska läggas riskerna för att företagens kapitalallokering inte blir effektiv och att innovationstrycket i ekonomin kan hållas tillbaka vid mycket låga räntenivåer.

Dessa frågeställningar ändrade inte Ingves syn på prognosen, räntebeslut eller räntebana men de visar på en katalog av viktiga frågeställningar Riksbanken har att brottas med när man blickar framåt inför kommande prognoser och räntebeslut. Blir världen som förr eller behöver Riksbanken rucka på en del antaganden? Det är nog så viktiga frågor i en öppen ekonomi som den svenska, menade Ingves.

Förste vice riksbankschef **Kerstin af Jochnick** delade Ingves synpunkter att Riksbanken behöver ta ett större grepp på vissa av de frågeställningar som diskuterats vid dagens möte. Riksbanken bör fördjupa sin analys vad gäller penningpolitikens påverkan på arbetslöshet och underliggande faktorer till inflationens utveckling.

af Jochnick ville förtydliga att hon inte anser att Riksbanken bör avvika från inflationsmålet på två procent men att det samtidigt är viktigt att väga in Riksbankens mål att också främja finansiell stabilitet. Det är Riksbankens ansvar att inte förenkla och enbart se till inflationsmålet utan också bedöma om risker byggs upp i det finansiella systemet. Risker som senare kan resultera i marknads- eller makroekonomiska problem. I förlängningen kan finansiella obalanser leda till problem att genomföra penningpolitiken på ett effektivt sätt.

af Jochnick noterade att i utkastet till den penningpolitiska rapporten finns en bra fördjupning där olika scenarier för framtiden analyseras. Bland annat analyseras vad som händer om arbetsmarknaden utvecklas svagare än väntat och hur arbetsmarknaden skulle reagera på en förändring i reporäntan.

Analysen pekar på vikten av att bedöma om den ökade arbetslösheten är strukturellt eller konjunkturrellt betingad för att förstå vilken effekt en mer expansiv penningpolitik skulle ha på arbetslösheten. Enligt af Jochnick tyder mycket på att matchningen har försämrats på den svenska arbetsmarknaden. I så fall har strukturproblemen ökat. Det betyder att den långsiktiga arbetslösheten kan ha ökat. Om Riksbanken använder penningpolitiken i syfte att påverka den strukturella arbetslösheten riskerar man att nå begränsad effekt samtidigt som det finns en risk att hushållens skuldkvot ökar ytterligare från dagens höga nivå.

Hushållens sårbarhet har, enligt af Jochnick, ökat över åren som en följd av den högre skuldkvoten och eftersom en stor del av hushållens bostadslån löper med rörlig ränta. Från Finansinspektionens bolåneundersökning finns också uppgifter om att nya låntagare i Stockholmsområdet har lån i storleksordningen 600 procent i förhållande till disponibel inkomst. Denna höga skuldsättning kan skapa sårbarhet vid inkomstbortfall, räntehöjningar eller bostadsprisfall.

af Jochnick kommenterade Lars Svenssons synpunkt att bankerna gör kalkyler med högre ränta i samband med kreditprövning och att hushållen inte har något problem med avsevärt högre räntor. af Jochnick ansåg att det är farligt att dra slutsatsen att detta inte kan skapa problem i ett annat marknadsläge. Högre räntor kan så småningom leda till att hushållens räntebetalningar ökar vilket kan få effekt på konsumtion och tillväxt.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** kommenterade Ekholms diskussion om ny målformulering i penningpolitiken och otydlighet. Det är ingen som talat om mål för skuldsättning eller huspriser. Riksbanken ska vara tydlig med sin politik och de tankar som ligger bakom. Men tydligheten ska inte ske på bekostnad av att man blundar för risker som bedöms finnas men ännu inte kan hanteras av Riksbankens analysapparat. Stefan Ingves har nämnt många intressanta frågeställningar som det finns all anledning att diskutera. Det är bra att diskussionen breddas. Wickman-Parak noterade att Ingves nämnde att man bör kunna ta hänsyn till att fattade beslut kan få konsekvenser bortom prognoshorisonten och att det är en fråga som hon själv lyft i många sammanhang. Ingves lyfte bland annat frågan om riskerna med låg ränta under lång tid. I detta sammanhang kan man referera till Norges Bank. Där har man i sin förlustfunktion för penningpolitiken tagit med skillnaden mellan faktisk ränta och "normal" ränta. Vikten för den variabeln är låg i förlustfunktionen men markerar ändå deras syn att räntan påverkar risktagande och uppbyggnaden av finansiella obalanser. Wickman-Parak ville inte uttala sig om huruvida den här metoden att väva in dessa frågor i det penningpolitiska beslutet var den mest lämpliga. Från Norges Bank säger man att det är ett första steg, att man

befinner sig på till stor del okänt vatten och att metoder får ändras allteftersom ny kunskap nås. Wickman-Parak ansåg att den här öppna attityden bådade gott. Forskningen är ännu i sin linda men att bortse från risker därför att forskningen inte har några tydliga svar är inte någon rimlig attityd. Det kan kanske bli mer otydligt men Wickman-Parak ansåg att det är det värt.

Wickman-Parak ställde sedan en fråga till Svensson och Ekholm. Svensson och Ekholm anser att inflationen i huvudscenariot stiger för snabbt. Vad är det i inflationsprognosen som de inte tror på? Är det prognoserna för löner, produktivitet eller växelkursen de inte tror på? Eller är det något annat?

Wickman-Parak hade dessutom en fråga till Svensson. I Svenssons förordade reporäntebana hamnar KPIF-inflationen på ca 2,5 procent en bit in på 2014 och ligger sedan kvar på den nivån till 2016 som är så långt prognosen sträcker sig. Wickman-Parak undrade om man ska man tolka det faktum att inflationsprognosen ligger så pass mycket över målet att Svensson förordar en övergång till ett prisnivåmål?

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ansåg att Janssons jämförelse med USA bör ta hänsyn till de speciella förhållandena där. Svensson noterade att Fed:s vice ordförande Janet Yellen höll ett tal den 11 februari i år där hon betonade att denna recessions återhämtning hämmas av ett antal omständigheter som skiljer sig från tidigare recessioner. Yellen nämner däribland finanspolitiken, bostadssektorn, negativa förväntningar om en mer utdragen återhämtning, och strukturella problem till följd av en tidigare för stor byggsektor. Dessa omständigheter gör det svårt att direkt jämföra med utvecklingen i Sverige.

Svensson noterade att flera ledamöter påstått att Riksbanken inte har några andra medel på plats än styrräntan, om man vill påverka skuldsättningen. Svensson framhöll att det nu finns ett bolånetak, som Finansinspektionen hävdar har effekt och som bidragit till att belåningsgraden för nya låntagare fallit för första gången sedan 2002. Det finns också skatter och ränteavdragsregler. Borttagandet av förmögenhets- och fastighetsskatten och taket på den kommunala fastighetsavgiften har bidragit till prisökningen på bostäder. För att påverka bostadspriserna gäller det till exempel att påverka den reala långa bolåneräntan efter skatt. Den kan man påverka med ändrade ränteavdrag, men inte med penningpolitiken. Sen är det ju faktiskt så att både skuldkvoten och bostadspriserna har stabiliserats sedan ett par år tillbaka och bostadspriserna ökar i mycket måttlig takt i dagsläget.

Svensson kommenterade sedan Janssons diskussion om den roll som förväntningar om framtida bostadspriser kan spela för bostadsprisökningar. Orealistiska och överoptimistiska förväntningar om framtida bostadspriser och dålig kreditprövning kan bidra till bostadsprisbubblor. Därför är det viktigt att sådana förväntningar hindras och att

kreditprövningen är noggrann och strikt. Men dessa omständigheter påverkar man inte med penningpolitiken.

I en situation när det finns stora och säkra kostnader i form av lägre inflation och högre arbetslöshet och enligt etablerad forskning små eller obetydliga vinster i form av obetydligt lägre skuldkvot ansåg Svensson att bevisbördan borde ligga på de som ändå i detta läge förespråkar att man ska ta dessa stora och säkra kostnader. Dessa förespråkare borde kunna påvisa studier och praktiska erfarenheter som stöder att det finns några specifika vinster.

Svensson påpekade att när det gäller hur penningpolitiken ska agera om det finns stora negativa störningar – till exempel ett husprisfall – med liten sannolikhet hade han skrivit en uppsats om detta.⁸ En springande punkt är om penningpolitiken märkbart påverkar sannolikheten eller storleken på den negativa störningen.

Svensson kommenterade sedan Ingves uttalande att penningpolitiken skulle kunna ha lägre effekt på inflation och arbetslöshet i dagsläget och att penningpolitiken skulle få svårt att få upp inflationen och få ner arbetslösheten. Om så är fallet är detta inget skäl, enligt Svensson, att inte göra så gott man kan för att försöka uppfylla målen. Det vill säga sänka reporäntan till noll om det behövs och sedan om det inte räcker använda sig av okonventionella metoder för att stimulera ekonomin.

Svensson noterade att af Jochnick nämnt att skulderna i storstadsområdena är så höga som 600 procent av disponibel inkomst. Siffran 600 procent för Stockholm hölls fram av Jansson i en utfrågning i Finansutskottet i höstas och fanns sedan med i Riksbankens stabilitetsrapport. Svensson ansåg att siffran av allt att döma är missvisande och att det var tråkigt att den har spridits utan att det nämnts att det beräknats på ett tveksamt sätt. I Finansinspektionens bolånerapport från mars 2012 blir belåningsgraden i Stockholm endast 325 procent. Skillnaden beror på två saker. För det första är den högre siffran ett oviktat genomsnitt. Detta förklarar större delen av avvikelserna från Finansinspektionens siffror. En låntagare med ett måttligt lån och liten disponibel inkomst får en hög skuldkvot. Detta får vid oviktade genomsnitt samma vikt som en annan låntagare med mycket stort lån och stor disponibel inkomst. Det är istället rimligt att vikta de individuella skuldkvoterna med låntagarnas disponibla inkomst. För det andra har man i den högre siffran tagit med lån som inte direkt eller indirekt har bostaden som säkerhet eller är relaterade till bostaden. Somliga låntagare kan ha mycket stora lån som inte är relaterade till bostaden. Om det till exempel är konsekvenserna av ett bostadsprisfall som finns i bakgrunden är det rimligt att endast ta med lån direkt eller indirekt relaterade till bostaden.

⁸ Svensson, Lars E.O. (2004), "Optimal Policy with Low-Probability Extreme Events",
<http://people.su.se/~leosven/papers/lpeabs.htm>

Svensson kommenterade slutligen Wickman-Paraks fråga om huvudscenariots KPIF-prognos, KPIF-prognosen för den lägre räntebanan i diagram 7 vid prognosperiodens slut och hans inställning till genomsnittligt inflationsmål eller prisnivåmål. Svensson ansåg inte att en KPIF-inflation på 2,5 procent vid prognosperiodens slut är ett så stort problem, i varje fall inte ett större problem än en KPIF-inflation på 1,5 procent. Beräkningarna i diagram 7 tar dock bara hänsyn till en lägre prognos för utländska styrräntor. De tar inte hänsyn till att Svensson även anser att prognosen för euroområdet tillväxt är orealistiskt hög eller till den allmänna tendensen för Riksbanken att överskatta inflationstrycket som illustreras i diagram 5 och av att Konjunkturinstitutets prognos för KPIF-inflationen ligger betydligt lägre än Riksbankens trots att Konjunkturinstitutet antar en lägre räntebana. Om Riksbanken överskattar den långsiktigt hållbara arbetslösheten, vilket Svensson hävdar, bidrar detta till en överskattning av inflationstrycket. Skulle man ta hänsyn till dessa omständigheter skulle såväl huvudscenariots KPIF-prognos i diagram 4 som KPIF-prognosen i diagram 7 bli lägre vid prognosperiodens slut. Båda prognoserna representerar alltså en överskattning, menade Svensson.

När det gäller frågan om genomsnittligt inflationsmål och prisnivåmål så har denna fråga aktualiserats i samband med Svenssons uppsats om den långsiktiga Phillipskurvan och att genomsnittlig KPI-inflation under målet i Sverige under 1997-2011 har lett till högre genomsnittlig arbetslöshet under samma period.⁹ En viktig policyslutsats för framtiden är att det är önskvärt att KPI-inflationen i genomsnitt under en längre period blir 2 procent. Ett explicit prisnivåmål eller genomsnittsmål för inflationen skulle säkerställa det. Dock är det så att i Australien, Kanada och Storbritannien, som haft ett inflationsmål under lika lång tid som Sverige, har inflationen i genomsnitt hamnat på eller mycket nära målet 1997-2011 (i Storbritanniens fall till och med 2007). Sverige är det stora undantaget som hamnat så långt under målet. Erfarenheterna från Australien, Kanada och Storbritannien visar alltså att det är fullt möjligt att hålla inflationen i genomsnitt på målet med ett vanligt inflationsmål som i Sverige. Det viktiga är förmodligen att målet är symmetriskt, att det inte till exempel är ett tak utan att inflationen får ligga över målet lika mycket och ofta som den ligger under.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** kommenterade Svenssons svar på hennes tidigare frågor. Hon hade bland annat frågat vad som, mer specifikt, låg bakom synen att huvudscenariots inflation steg för snabbt. I den frågan låg givetvis implicit att de förutsättningar som gäller för huvudscenariots inflation, som till exempel prognosen för BNP-tillväxten i omvärlden och antagande om långsiktig arbetslöshet i Sverige, är vad de är. Det är även samma förutsättningar som i Svenssons egna inflationsprognos eftersom den är en marginalkalkyl på huvudscenariots inflationsprognos.

⁹ Svensson, Lars E.O. (2012), "The Possible Unemployment Cost of Average Inflation below a Credible Target", www.larseosvensson.net.

Nu för Svensson fram att han hade en annan syn på euroområdet tillväxt vilket ligger utanför frågeställningen. Han upprepar också det han sagt i sitt huvudinlägg nämligen att Riksbanken tidigare underskattat inflationen och att Konjunkturinstitutet har en lägre inflationsprognos. Den här typen av argument kan väl i och för sig åberopas för att stödja Svenssons uppenbarligen mer allmänna känsla av att Riksbankens inflationsprognos ligger för högt men var egentligen inte ett svar på den fråga hon ställt.

För Wickman-Parak var det lite svårt att få ihop att Svensson i sin egen prognos utgår från huvudscenariots inflationsprognos som han har grava invändningar emot. Hennes slutsats efter att ha lyssnat på Svensson var att han inte själv trodde på sin inflationsprognos i diagram 7.

Vice riksbankschef **Karolina Ekholm** svarade på Wickman-Paraks fråga om vad det är i inflationsprognosen som hon inte ställer sig bakom. Hon förklarade att hon inte menade att hon inte ställer sig bakom prognosen utan att hon helt enkelt inte förstår vad det är i prognosen som relativt snabbt ska lyfta KPIF-inflationen till 2 procent. Enligt prognosen förväntas tillväxten i enhetsarbetskostnader falla från drygt 2,2 procent till under 2 procent 2014 och 2015. Med fallande tillväxt i enhetsarbetskostnaderna och en i princip oförändrad växelkurs, som innebär att det inte kommer någon inflationsimpuls från importpriserna, så vad är det som ska få inflationen att stiga?

Ekholm ville kommentera af Jochnicks kommentar att det inte skett någon glidning när det gäller Riksbankens mål för penningpolitiken men att Riksbanken har ett tydligt mål när det gäller finansiell stabilitet. Det är, enligt Ekholm, inte tydligt hur det målet kommer in i penningpolitiken. Enligt Ekholm verkade det inte vara av oro över den finansiella stabiliteten som flera direktionsledamöter beaktar hushållens skuldsättning i räntebeslutet. Ekholms uppfattning var att det primärt, som Jansson var inne på, handlar om eventuella effekter på konsumtion och sparande av fallande bostadspriser som skuldsättningen bedöms vara en viktig faktor, inte att det finns en risk för att bankerna skulle få problem. Hon ansåg att det vore bra om detta förtydligades.

Riksbankens mandat när det gäller att förebygga finanskriser är, enligt Ekholm, dessutom ganska otydligt, eftersom det är ett mandat som delas med andra myndigheter och det är oklart hur ansvarsfördelningen ser ut. Med ett otydligt mandat och otydlig ansvarsfördelning blir det svårt att utvärdera måluppfyllelse. Det gör att det oberoende som Riksbanken har på det penningpolitiska området inte självklart kan gälla för finansiell stabilitet.

Avslutningsvis ville Ekholm kommentera Wickman-Paraks inlägg om hur Norges Bank har valt att hantera risker med en låg ränta under lång tid. I Norge ligger inflationen också klart under målet, men till skillnad från i Sverige så tycks det inte finnas några lediga resurser i ekonomin utan snarast det motsatta, det vill säga en viss överhettning. Att i det läget inte vilja sänka räntan för att få upp inflationen är begripligt utan att föra in

finansiell stabilitet i bilden. Ekholm var lite skeptisk mot deras ansats med att addera en term till förlustfunktionen, som Wickman-Parak nämnde. Den ansatsen underlättar inte en utvärdering av penningpolitiken eftersom man ändå inte vet på vilka grunder denna term finns i förlustfunktionen. Ekholm höll dock med Wickman-Parak om att det är positivt med en öppen diskussion om dessa frågor.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade därefter den penningpolitiska diskussionen.

Vid mötet konstaterades att tillväxten i svensk ekonomi är svag och att inflationstrycket är lågt. Ny information stödjer bilden från den penningpolitiska uppföljningen i december av att BNP föll det fjärde kvartalet i fjol men att läget därefter har stabiliserats och att konjunkturen successivt stärks under 2013. Det har bland annat kommit vissa ljusglimtar i form av att företag, både i Sverige och i omvärlden, blivit lite mer optimistiska om framtiden. Eftersom arbetsmarknaden släpar efter i konjunkturen bedöms ändå sysselsättningen plana ut och arbetslösheten stiga något det närmaste året. Den oro som flera ledamöter uttryckte i december för en större försvagning av den ekonomiska utvecklingen har dock minskat.

Mot bakgrund av att inflationstrycket är lågt och att resursutnyttjandet är lägre än normalt var direktionen enig om att reporäntan ska vara fortsatt låg. Men det fanns, liksom vid tidigare möten, skillnader i synen på hur expansiv penningpolitiken bör vara.

En majoritet på fyra ledamöter bedömde att genom att låta reporäntan ligga kvar på 1 procent det närmaste året, kommer inflationen att nå målet på 2 procent efter drygt ett år och resursutnyttjandet normaliseras. En lite lägre reporänta bedömdes inte på ett avgörande sätt ändra den bedömningen. Den valda reporäntebanan ansågs även vara lämplig med hänsyn till att riskerna med hushållens höga skuldsättning för den ekonomiska utvecklingen på längre sikt kvarstår.

Två ledamöter ansåg att det fanns utrymme för en lägre reporäntebana och de förespråkade en sänkning av reporäntan till 0,75 respektive 0,50 procent och lägre räntebanor för att KPIF-inflationen skulle snabbare nå målet på 2 procent samtidigt som arbetslösheten skulle komma närmare en långsiktigt hållbar nivå. De bedömde att det inte fanns någon anledning att i nuläget ta extra hänsyn till hushållens skuldsättning.

På mötet diskuterades också hur mycket penningpolitiken kan påverka arbetslösheten respektive skuldkvoten, i vilken utsträckning man kan använda penningpolitiken till i detalj styra den ekonomiska utvecklingen samt olika syn på utvecklingen i omvärlden. Dessutom diskuterades inflationsprognosen, skälen till att inflationen blivit lägre än vad som förväntades för ett par år sedan och vilka konsekvenserna av en lägre reporänta sedan 2010 hade varit. Det fördes också en diskussion om att det är större skillnad än normalt mellan prisutvecklingen på varor och tjänster samt vad detta betyder för den kommande ekonomiska utvecklingen och inflationen.

§4. Penningpolitiskt beslut

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 13 februari 2013 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 1,00 procent och att detta beslut tillämpas från och med den 20 februari 2013,
- att torsdagen den 13 februari 2013 kl. 9.30 offentliggöra räntebeslutet ovan med motivering i ett pressmeddelande, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 26 februari kl. 9.30.

Vice riksbankschef Karolina Ekholm reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och räntebanan i den penningpolitiska rapporten. Hon förordade en sänkning av reporäntan till 0,75 procent och en bana där reporäntan ligger kvar på 0,75 procent till och med första kvartalet 2014 för att successivt höjas till knappt 2 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hennes bedömning att en räntebana som under prognosperioden ger en högre prognos för KPIF-inflationen och en lägre prognos för arbetslösheten utgör en bättre avvägd penningpolitik.

Vice riksbankschef Lars E. O. Svensson reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten och beslutet om reporäntan och räntebanan i rapporten. Han förordade en sänkning av reporäntan till 0,5 procent och en räntebana som ligger på 0,5 procent till och med första kvartalet 2014 och sedan stiger till 1,5 procent vid slutet av prognosperioden. Detta motiveras av hans bedömning att rapportens prognoser för utländska styrräntor längre fram, utländsk tillväxt och svensk inflation är för höga och att hans räntebana med hänsyn till dessa omständigheter ger en prognos för KPIF-inflationen som är närmare inflationsmålet och en prognos för arbetslösheten som är närmare en långsiktigt hållbar nivå och därför utgör en bättre avvägd penningpolitik. Han bedömde också att hans lägre räntebana inte märkbart skulle påverka eventuella risker med hushållens skuldsättning, eftersom penningpolitiken normalt endast har mycket små kortsiktiga effekter på skuldsättningen och med låg och stabil inflation inga långsiktiga sådana effekter.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Karolina Ekholm

Stefan Ingves

Per Jansson

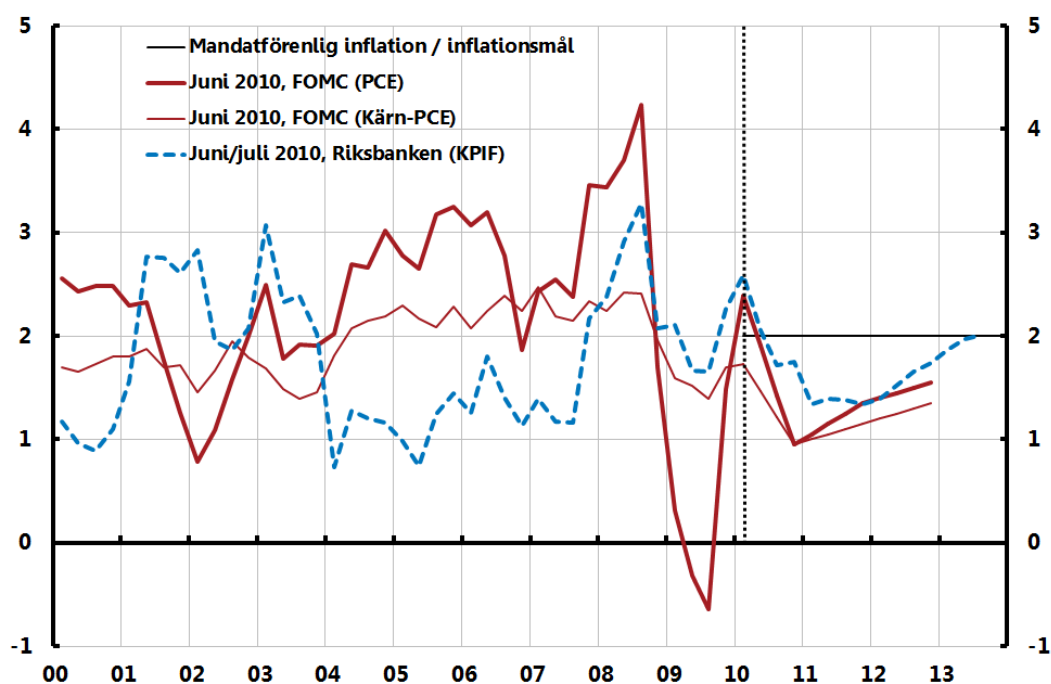
Kerstin af Jochnick

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Diagram 1. Inflationsprognoser; FOMC och Riksbanken; Juni/Juli 2010

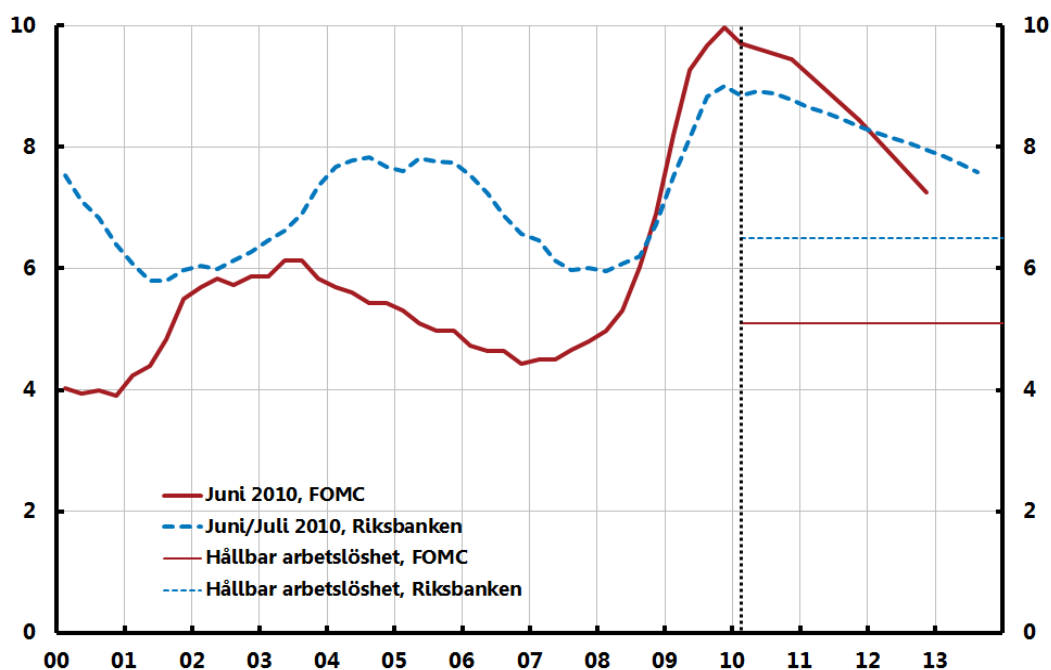
Procent



Källor: Bureau of Economic Analysis, FOMC, Riksbanken, SCB och Svensson, Lars E.O., "Practical Monetary Policy: Examples from Sweden and the United States", Brookings Papers on Economic activity, Fall 2011, s. 289-332.

Diagram 2. Arbetslöshetsprognoser; FOMC och Riksbanken; Juni/Juli 2010

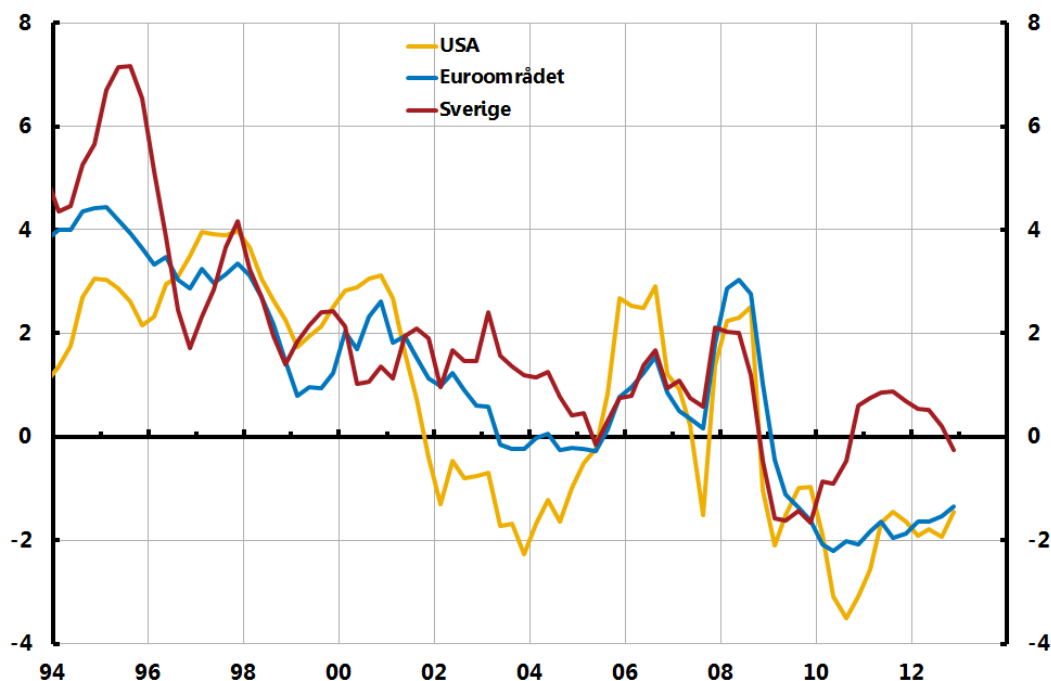
Procent



Källor: Bureau of Labor Statistics, FOMC, Riksbanken och SCB

Diagram 3. Real ettårsränta

Procent

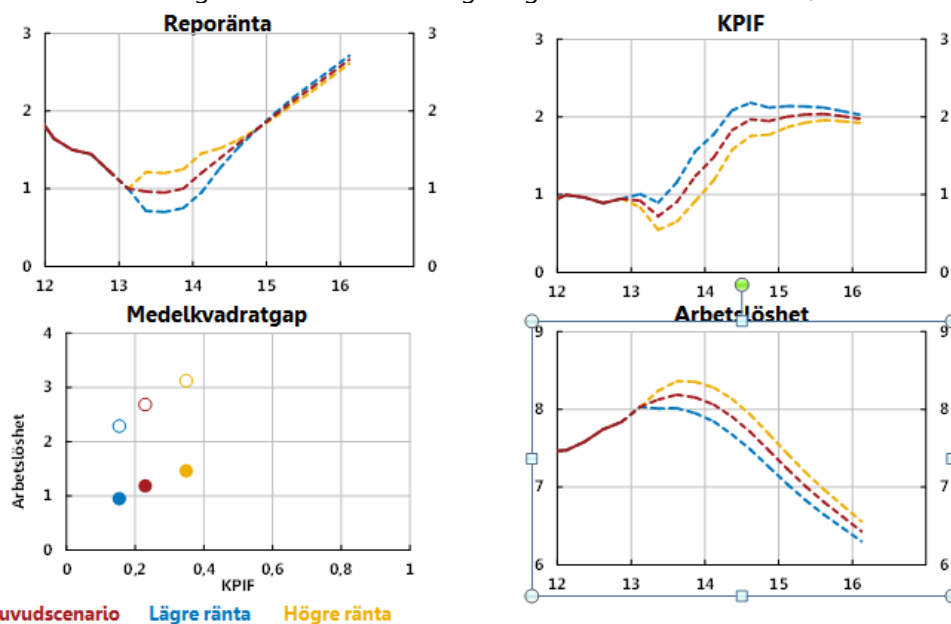


Källor: ECB, Bureau of Labor Statistics, IMF, OECD, SCB och Riksbanken

Diagram 4. Penningpolitiska alternativ runt huvudscenariot

Effekter enligt RAMSES, delvis förväntade penningpolitiska störningar.

Utländska räntor enligt huvudscenariot. Långsiktigt hållbar arbetslöshet 6,25 %.

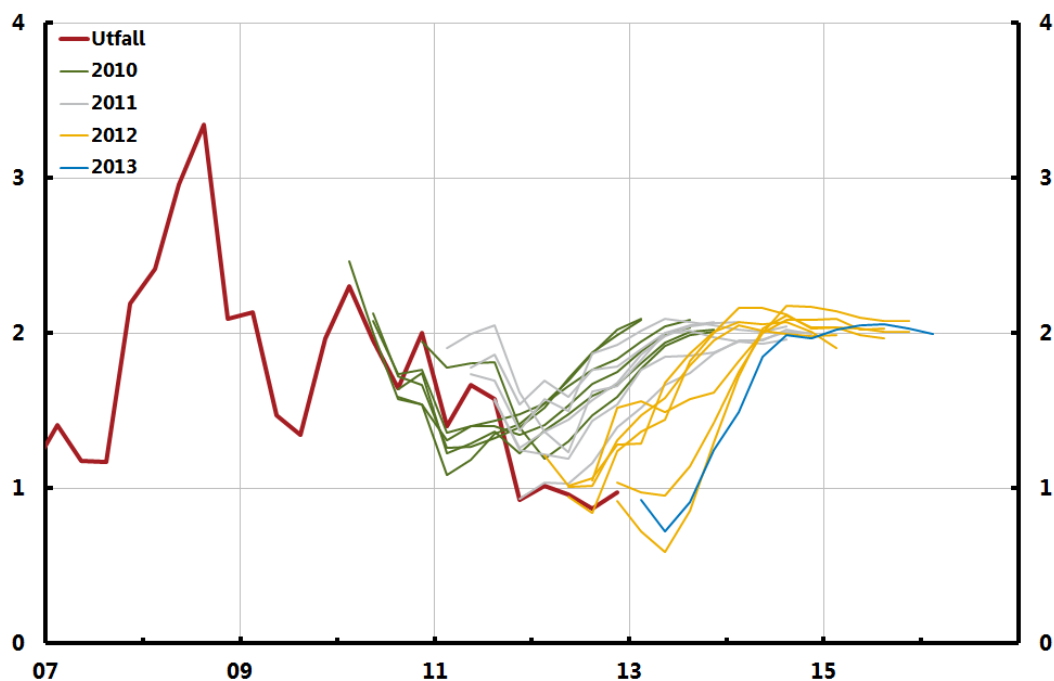


Källor: SCB och Riksbanken

Anm. Ofyllda cirklar avser medelkvadratgap beräknat med långsiktigt hållbar arbetslöshet 5,5 procent.

Diagram 5. KPIF-inflation, utfall och prognoser för 2010-2013

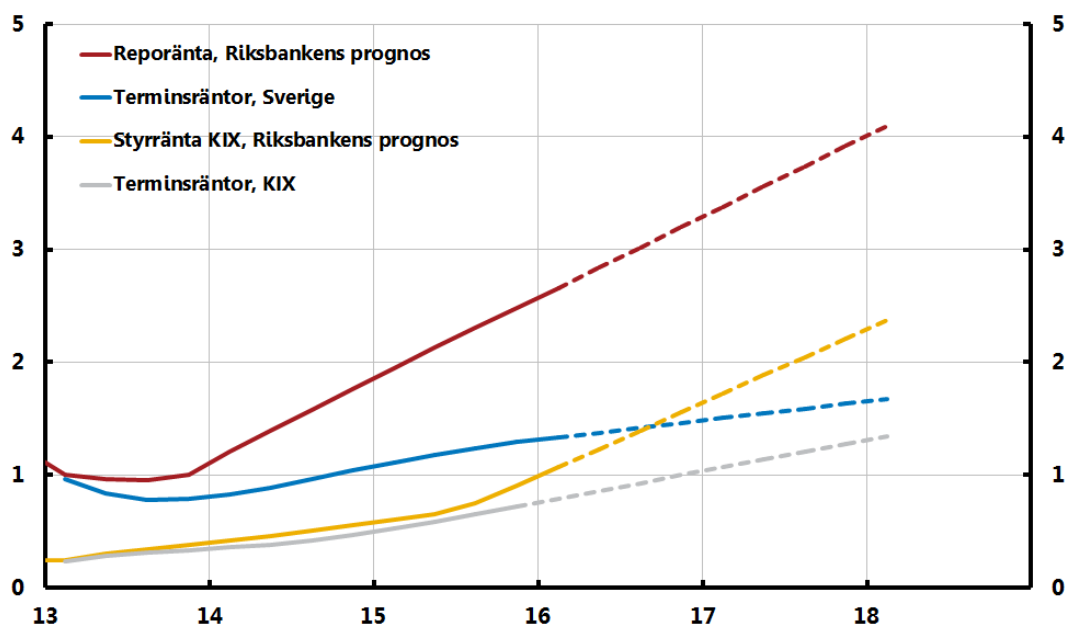
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 6. Reporäntebana, terminsräntor och prognos för KIX-vägd styrränta, februari 2013

Procent

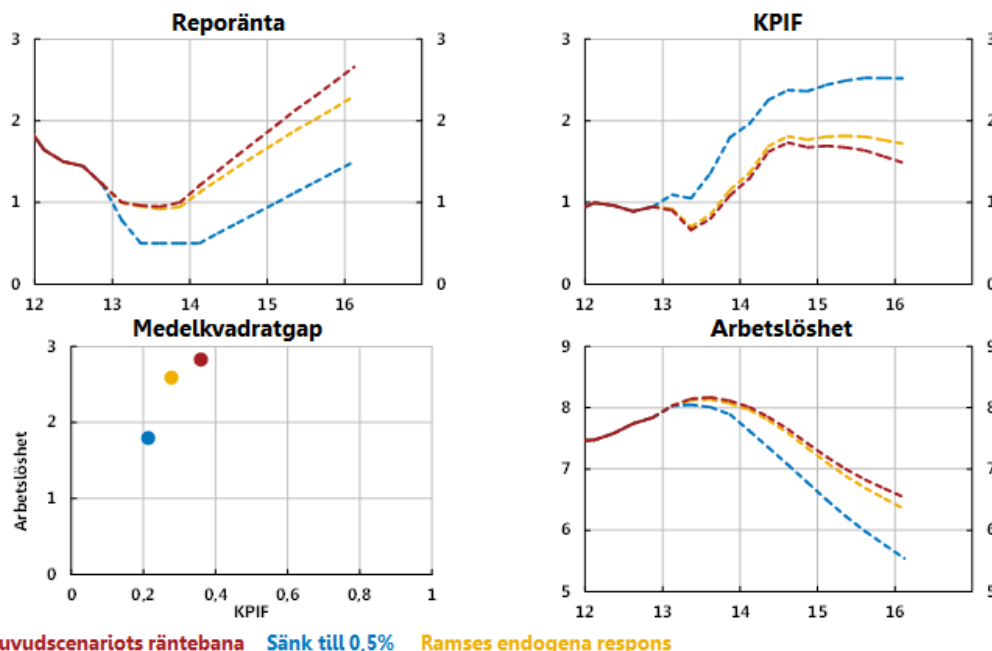


Källor: Nationella källor, Reuters Ecowin, Riksbanken och egna beräkningar

Diagram 7. Penningpolitiska alternativ, februari 2013

Omvärldsrentor enligt terminsprissättningen. Bedömd prognos för arbetslösheten med låg räntebana. Medelkvadratgap beräknade med hållbar arbetslöshet 5,5 %.

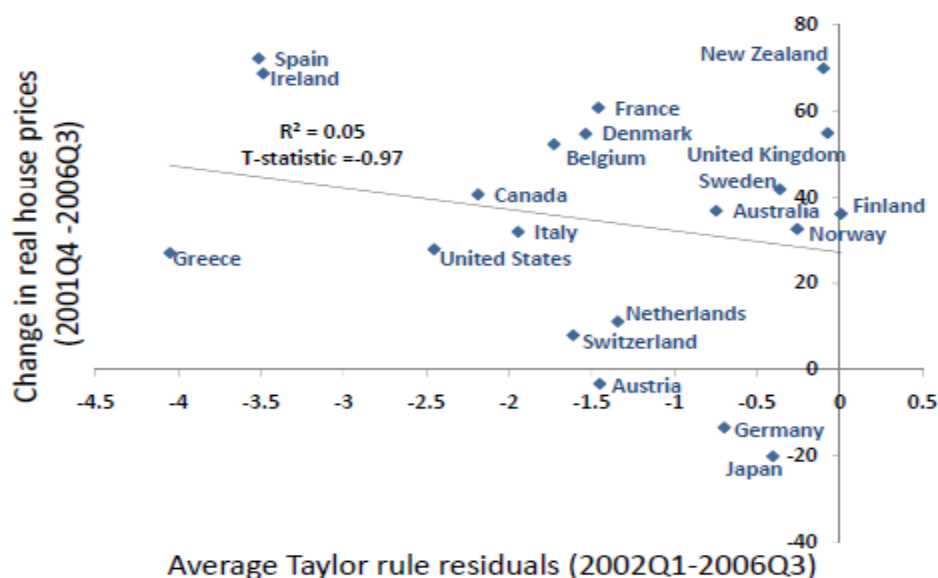
Procent



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 8. Penningpolitik och huspriser i utvecklade länder

Procent



Källa: Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary policy and the housing bubble", AEA meeting, Januari 2010



Sveriges Riksbank

Besöksadress: Brunkebergs torg 11

Postadress: 103 37 Stockholm

www.riksbank.se

Telefon: 08 787 00 00, Fax: 08 21 05 31

E-mail: registratorn@riksbank.se