



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 12

DATUM: 2007-10-29

MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice ordförande

Claes Berg
Mårten Bjellerup
Kerstin Hallsten
Karolina Holmberg (§1)
Per Håkansson
Ann-Christine Högberg
Gustav Karlsson (§1)
Björn Lagerwall
Pernilla Meyersson
Bengt Pettersson
Britta von Schoultz
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Mårten Bjellerup och Bengt Pettersson sammanställer underlaget till § 1 och 2 av dagens protokoll. Diskussionen utgick från förslaget till penningpolitisk rapport, som diskuterades och bordlades vid direktionens sammanträde den 24 oktober, samt den nya statistik och de analyser som avdelningen för penningpolitik redovisade.

1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan direktionmötet den 24 oktober.

I Tyskland har IFO-index, som mäter förtroendet i den tyska tillverkningsindustrin, fortsatt att falla i oktober. Konsumentförtroendet har också fortsatt att falla, men här är de senaste siffrorna från september. Även förtroendet i den franska tillverkningsindustrin föll i oktober enligt det så kallade INSEE-index.

I USA har försäljningen av existerande bostäder fortsatt att sjunka i september, det samma gäller medianpriset. Antalet månader som bostäderna låg ute för försäljning har stigit till en ny rekordnivå. Försäljningen av nya hem steg något i september, medan det genomsnittliga priset på dessa fortsatte att sjunka. Antalet månader som nya hem låg ute för försäljning sjönk något. Antalet lediga bostäder i USA steg det tredje kvartalet. Konsumenternas förtroende föll i oktober enligt University of Michigans index.

I Sverige steg producentpriserna i september med 0,6 procent i månadstakt och med 5,0 procent i årstakt. Det säsongjusterade handelsöverskottet sjönk från 8,1 miljarder kronor i augusti till 7,8 miljarder i september. Penningmängden, mätt med M3, steg med 16,3 procent i årstakt i september. Utlåningen till företagen steg med drygt 13 procent i årstakt i september.

Räntorna i såväl USA, euroområdet som i Sverige har stigit något de senaste dagarna. De penningpolitiska förväntningarna i termer av implicita terminräntor har sjunkit något i euroområdet, medan de stigit marginellt i USA på längre sikt. Kronan har stärkts både mot euron och mot dollarn. Börsen har stigit såväl i Sverige som i USA och euroområdet.

2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** framlade förslag till penningpolitisk rapport 2007:3, protokollsbilaga A. Den penningpolitiska rapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 16 och 24 oktober.

Den svenska ekonomin fortsätter att växa i god takt och sysselsättningen stiger. Utlåning och huspriser har ökat snabbt. I takt med att inflationen har ökat har företag och hushåll reviderat upp sina inflationsförväntningar för det kommande året. Den underliggande inflationen är fortfarande låg men kostnadstrycket ökar och förväntas fortsätta att göra det. Det beror på att tillväxten i produktiviteten har mattats. Det beror också på att lönerna väntas stiga snabbare till följd av de nya löneavtalen och en stramare arbetsmarknad. Livsmedels- och energipriser bidrar också till att inflationen stiger.

I omvärlden har det däremot kommit signaler om en svagare ekonomisk utveckling från bland annat USA och euroområdet. Till stor del uppvägs detta av att tillväxten är relativt stark i andra delar av världen. Den svagare utvecklingen i USA och den oro som uppkommit på de finansiella marknaderna hänger samman med problemen på de amerikanska bostads-

och bolånemarknaderna. Avmattningen i bland annat USA väntas, tillsammans med oron på de finansiella marknaderna under senare tid, bidra till att tillväxten i Sverige mattas något.

§ 2. Penningpolitisk diskussion

Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Tillväxten i den svenska ekonomin har fortsatt i god takt även om den har dämpats något jämfört med i fjol, ungefär som vi räknade med i juni. Både sysselsättningen och utbudet av arbetskraft har ökat något snabbare än väntat. Arbetslösheten har fallit lite mer än vår prognos i juni förutsa. Indikatorerna för arbetsmarknaden är också mycket starka. Det gäller såväl nyanmälda och kvarstående lediga platser som anställningsplaner och bristtal i näringslivet enligt Konjunkturinstitutets barometerundersökning. Arbetsmarknaden fortsätter alltså att stramas åt, men konjunkturlönestatistiken visar fortfarande mycket beskedliga ökningstal. Det beror på att lönerna enligt de nya avtalen ännu inte betalats ut. När detta sker kommer det att synas i konjunkturlönestatistiken i form av en tilltagande ökningstakt. Men jag ser inga indikationer på att löneökningarna för året som helhet skulle bli större än vi räknat med. Det innebär ändå att lönerna stiger snabbare än i fjol och den strama arbetsmarknaden leder troligen till att ökningstakten stiger ytterligare nästa år.

Hur kostnadstrycket utvecklas bestäms också av produktivitetstillväxten. Den har dämpats betydligt i år. Det hade vi räknat med, men dämpningen har blivit större än väntat. Att produktiviteten ökade avsevärt mindre än förväntat första kvartalet kunde vi konstatera redan i juni. Andra kvartalet föll den till och med. Mycket talar för att det är en tillfällig effekt, bland annat till följd av ett lågt semesteruttag det andra kvartalet, och att produktiviteten därför kommer att stiga igen. Men det finns ändå skäl att revidera ned prognosen för i år och nästa år. Det betyder i sin tur att kostnadstrycket stiger mer än vi förutsåg i juni. Men osäkerheten är stor. Det finns en risk att produktiviteten utvecklas svagare än vad som förutsätts i vår prognos och då blir också kostnadstrycket högre. Det här är en av nyckelfrågorna när vi blickar framåt.

Inflationen kommer troligen också att spädas på av att livsmedelspriserna stiger snabbare framöver. Det beror till stor del på att världsmarknadspriserna på olika livsmedelsråvaror stigit kraftigt. Det har dels att göra med ökad konsumtionsefterfrågan i snabbväxande länder, dels med ökad efterfrågan för produktion av biobränslen. I viss mån har vi redan sett effekter av detta i konsumentledet, men mer lär komma framöver. Det talar för att inflationen kommer att stiga. Mätt med KPI är inflationen nu strax över 2 procent, medan UN1X, där bland annat effekterna av våra räntehöjningar räknats bort, visar en inflation på 1 procent.

När det gäller utvecklingen i omvärlden har osäkerheten ökat jämfört med i juni. Tillväxten i USA ser ut att bli svagare än vi tidigare räknat med, främst till följd av problemen på bostadsmarknaden. Det påverkar naturligtvis omvärlden både direkt via minskad efterfrågan från USA och indirekt via återverkningarna av den finansiella turbulensen som följt i spåren av den amerikanska bolånekrisen. I euroområdet var tillväxten redan andra kvartalet i underkant av vad vi räknat med och den finansiella oron gör att man får räkna med en

något svagare utveckling även framöver. När det gäller tillväxten i världen som helhet motverkas försvagningen i USA och euroländerna till stor del av att tillväxten ser ut att bli starkare på andra håll. Men tillväxten på de svenska exportmarknaderna som helhet måste ändå, som jag ser det, revideras ned en del. Effekterna av den finansiella turbulensen i form av högre räntor märks också i den svenska ekonomin. Dessutom kan den senaste tidens kraftigt stigande oljepris få negativa effekter på den ekonomiska utvecklingen om prisuppgången främst beror på ett minskat utbud. I detta fall riskerar priset att ligga kvar på en hög nivå även om efterfrågan i den globala ekonomin skulle sjunka.

När man ser till helhetsbilden blir min slutsats att den något svagare utvecklingen i omvärlden och de dämpande effekterna av den finansiella turbulensen inte räcker till för att motverka det starkare inhemska kostnadstrycket. För att se till att inflationen inte stiger alltför snabbt utan hamnar i linje med målet måste vi därför höja räntan idag och mitt förslag är en höjning med 0,25 procentenheter till 4 procent. Min bedömning är också att reporäntan behöver höjas ytterligare något under det kommande året, ungefär som vi räknade med i juni.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter. Den svenska ekonomin utvecklas starkt och inflationstrycket stiger. Det motiverar fortsatta höjningar av styrräntan. Öberg reserverade sig dock mot den penningpolitiska rapporten eftersom han ansåg att risken för högre inflation överväger och att styrräntan därför troligen behöver höjas mer framöver än enligt prognosen i rapporten.

Öberg instämde i bedömningen av den internationella utvecklingen. Den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna kommer troligen att föra med sig att tillväxten i USA och Europa blir lägre än vi räknade med före sommaren. Riskerna när det gäller prognoserna för den internationella ekonomin är dessutom större på nedåtsidan. Det är alltså mer troligt att det blir en svagare än en starkare utveckling än vad prognoserna visar. Osäkerheten är stor om utvecklingen i den amerikanska ekonomin, vilket är väsentligt mot bakgrund av USA:s ekonomiska betydelse för andra länder.

Samtidigt bör man tänka på att den svagare utvecklingen av efterfrågan i USA och den allt svagare dollarn är en del i anpassningen av de globala obalanserna. Riskpremierna har dessutom varit mycket låga under en tid och ökningen under sommaren i år kan betraktas som en anpassning till en mer normal nivå. Vidare balanseras avmattningen i USA och västra Europa av en stark utveckling i bland annat Asien och östra Europa.

Öberg instämde i stora drag i bilden av utvecklingen i den svenska ekonomin som den redovisas i den penningpolitiska rapporten. Trots de senaste månadernas turbulens på de finansiella marknaderna är den reala utvecklingen i den svenska ekonomin fortsatt stark. BNP-tillväxten i år och nästa år beräknas bli omkring 3 procent. De krafter som påverkar den svenska ekonomin i positiv riktning är också fortfarande starka. Den globala tillväxten är ovanligt hög och förväntas bli hög även nu efter att prognoserna reviderats ned. Den svenska finanspolitiken är fortsatt expansiv, dock mindre än vi tidigare räknat med. Hushållens inkomster kommer att öka starkt till följd av stigande sysselsättning, höga löneökningar och sänkta inkomstskatter. Penningpolitiken har blivit allt mindre expansiv, men påverkar ekonomin med eftersläpning. Räntan är fortfarande relativt låg.

Inflationen är på väg upp och den starka reala utvecklingen kommer att ge ett fortsatt tryck uppåt på inflationen. Mätt som KPI steg inflationen till drygt 2 procent i september och

prognoserna i rapporten innebär att den nästa år ligger på cirka 3 procent. Den underliggande inflationen enligt UND1X exklusive energi är lägre, men den har ökat stadigt sedan början av 2006 och har de senaste månaderna legat på knappt 1 ½ procent.

Prognoserna i rapporten innebär att den underliggande inflationen överskrider 2 procent under nästa år. Samtidigt ligger inflationsförväntningarna nu på nivåer över 2 procent. En viktig fråga nu och den närmaste tiden är därmed hur mycket räntan behöver höjas för att hålla nere inflationen på 2 procent. Det är en väsentligt annorlunda problematik än det läge som varit de senaste åren när inflationen legat under 2 procent.

Öberg påtalade att hans bedömning avvek från rapportens när det gäller utvecklingen på arbetsmarknaden och löneutvecklingen. Det får i sin tur konsekvenser för synen på inflationstrycket och räntebanan framöver.

Arbetsmarknaden har utvecklats starkt. Arbetskraftsundersökningarna (AKU) för tredje kvartalet visade på en fortsatt stark ökning av sysselsättningen och fallande arbetslöshet. Det tredje kvartalet ökade sysselsättningen med cirka 110 000 personer jämfört med samma kvartal ifjol och arbetslösheten minskade med nästan en procentenhet under samma period.

Ett problem i sammanhanget är att vår förmåga att göra prognoser för arbetsmarknaden inte har varit så god det senaste året. För ett år sedan förutsågs i inflationsrapporten att arbetslösheten skulle bli 5,4 procent 2007. Nu är bedömningen 4,6 procent. För ett år sedan gjordes prognosen att sysselsättningen skulle öka med drygt 1 procent 2007. Nu är den bedömningen reviderad till drygt 2 ½ procent. Bedömningarna av BNP-tillväxten har dock varit relativt stabila. Underskattningen av trycket på arbetsmarknaden beror alltså inte på en underskattning av BNP-tillväxten.

Prognoserna i den penningpolitiska rapporten för arbetsmarknaden kommande år innebär att sysselsättningen nästan helt slutar att öka efter fjärde kvartalet 2007 och att arbetslösheten minskar till 4,3 procent det fjärde kvartalet i år och sedan i stort sett ligger kvar på den nivån de närmaste tre åren. Det är svårt att tro att sysselsättningsökningen ska dämpas så snabbt som förutses i rapporten och att arbetslösheten ska sluta minska efter årsskiftet. Både företagets anställningsplaner enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer och annan statistik tyder på en fortsatt stark sysselsättningsökning. Öbergs bedömning var att ökningen av sysselsättningen avtar mer successivt, att arbetslösheten fortsätter att falla till under 4 procent i säsongsrensade termer och att trycket på arbetsmarknaden därmed blir högre än enligt rapporten.

Öberg poängterade att om det bara var på den punkten som han hade en annan bedömning så skulle han kunna avstå från att reservera sig. Men han trodde inte heller att löneökningarna blir så måttliga som enligt den penningpolitiska rapporten. Öbergs bedömning var att de avtal som slöts under våren leder till en löneökningstakt på 4 ½ - 5 procent per år under de tre avtalsåren. Ett problem i detta sammanhang är att det kommer att ta tid innan löneökningarna syns i lönestatistiken. Vårens löneavtal och det allt högre trycket på arbetsmarknaden kommer att leda till betydligt högre kostnadsökningar än under de senaste åren. Dessutom talar framför allt konjunkturrella faktorer för att produktiviteten kommer att öka långsammare de närmaste tre åren än under de senaste åren. Även det drar upp kostnadstrycket.

Öberg påtalade också att det i den penningpolitiska rapporten finns ett alternativ där lönerna antas stiga mer och produktiviteten bli lägre än i huvudscenariot. I detta alternativ

stiger styrräntan till över 5 procent under prognosperioden. Han menade att denna typ av scenarier bör ses som illustrationer och man bör inte fästa sig för mycket vid de enskilda antagandena. Men scenariot illustrerar ändå att det kan behövas högre räntor för att hålla nere inflationen nära 2 procent om kostnadstrycket blir högre än i rapportens huvudscenario.

Öbergs sammantagna bedömning var att risken för prognosen för svensk inflation har två delar. Den internationella utvecklingen utgör en risk nedåt medan den svenska ekonomin utgör en risk på uppåt, och den senare överväger.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** menade även han att läget är svårbedömt, då den inhemska och den internationella utvecklingen drar åt olika håll. Den inhemska utvecklingen är fortsatt stark och arbetsmarknaden utvecklas starkare än väntat. Produktiviteten utvecklas svagare än väntat och inflationstrycket tilltar. Samtidigt har osäkerheten ökat om den reala utvecklingen i USA och i euroområdet och därmed också om den svenska exporten. Detta hänger delvis samman med den finansiella oron. Effekterna av den svaga bostadsmarknaden i USA kvarstår och osäkerheten har ökat. Detta syns till exempel i riskpremier som dock har stigit till en nivå som kan betraktas som mer normal än tidigare. Effekter från problemen bakom den finansiella turbulensen kommer sannolikt att dröja kvar och endast klinga av sakta. Bedömningen i den penningpolitiska rapporten, som delas av andra erfarna prognosmakare, är att tillväxten i omvärlden kommer att dämpas. En del av de stora börsbolagens rapporter kan möjligtvis tolkas som en indikation på att konjunktoren kanske håller på att vända. Det är dock erkänt svårt att förutsäga konjunkturvändningar och det är inte ovanligt att prognosmakare överraskas.

Sammantaget instämde Svensson i Rosenbergs förslag att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och i förslaget till räntebana. Prognoserna för inflation och resursutnyttjande ser då bra ut i förhållande till penningpolitikens mål. Framöver kan utvecklingen i Sverige, som enligt Öbergs bedömning, bli starkare än vad rapporten nu förutser, med en stigande inflation till följd. Men den svenska konjunktoren kan också dämpas till följd av en svagare utveckling i USA och euroområdet. Vid nästa penningpolitiska möte om sju veckor finns det kanske bättre information om något av dessa alternativ dominerar vilket kan medföra att räntebanan behöver revideras.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** hade förståelse för Öbergs riskbedömning, men ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och den föreslagna räntebanan. Den underliggande inflationen är fortsatt låg, men resursutnyttjandet ligger över det normala och är fortfarande på väg uppåt. Arbetskraftskostnaderna stiger och produktivitetstillväxten har dämpats.

Enhetsarbetskostnaderna stiger snabbt och prognosen har reviderats upp jämfört med i juni. De stigande kostnaderna innebär ett tydligt skifte jämfört med de senaste tre årens utveckling då de legat i stort sett stilla. Det är viktigt eftersom utvecklingen av enhetsarbetskostnaderna är en grundläggande faktor för inflationen. Det har också skett ett skifte uppåt i ökningstakten av prisindexet för det som i producentprisstatistiken kallas inhemska tillgång på konsumtionsvaror, alltså en sammanvägning av inhemska producenters pris och importpriser på konsumtionsvaror. Dessa har stigit under året och ökar nu med nära tre procent i årstakt. Företagen har dock bra marginaler och kan välja att absorbera stigande kostnader och inte låta dem slå igenom till sina kunder. Även om producenterna höjer sina

priser kan detta helt eller delvis absorberas i parti- eller detaljhandelsledet. Men sammantaget har riskerna för stigande priser i konsumentledet ändå ökat. Till detta kommer att även energi- och livsmedelspriser drar upp inflationstakten framöver.

Som Öberg påpekat handlar penningpolitiken om att hantera risker och det finns risker på uppåtsidan när det gäller kostnader och inflation. Det är till exempel osäkert om, och i så fall hur mycket, produktivitetstillväxten återhämtar sig och det finns också en risk att löneglidningen kan bli större än vi räknar med. Att företagen rapporterar brist på arbetskraft indikerar att detta kan bli fallet. Även om den internationella konjunkturen skulle vända ner mer drastiskt än vi förutser tar det förmodligen tid innan det får mer märkbara effekter på den svenska ekonomin. Därför är en räntehöjning idag på sin plats.

I ett lite längre perspektiv tyckte Wickman-Parak att läget är betydligt mer svårbedömt. Då spelar det internationella skeendet och oron på finansmarknaderna stor roll. Vi har reviderat ner tillväxten för USA betydligt men det kan inte uteslutas att utvecklingen blir ännu svagare. Det syns till exempel inga tecken på att problemen på bostadsmarknaden lättar och orderingången till kapitalvaruindustrin reser vissa frågetecken när det gäller företagens investeringar.

Oljepriset har stigit till rekordnivåer den senaste tiden. Om det stiger ytterligare eller permanentas på dagens nivå finns det risk för negativa återverkningar i ett redan känsligt konjunkturläge. Detta gäller inte minst USA. Det kan också vara så att kreditoron drar ner tillväxten i Europa mer än vi räknar med. I princip alla bedömare förutser att tillväxten i andra delar av världen kommer att vara fortsatt stark. Men det är långt ifrån säkert att till exempel Kina, Indien och andra asiatiska länder kommer att fortsätta växa i stort sett opåverkade av vad som händer i världen i övrigt. Den svenska exporten kan komma att dämpas betydligt och på sikt kan en global avmattning väga upp den snabba inhemska kostnadsutvecklingen i Sverige.

Med en samlad bedömning av riskerna ansåg Wickman-Parak att den räntebana som presenteras i den penningpolitiska rapporten utgör en väl avvägd penningpolitik.

Riksbankschef **Stefan Ingves** konstaterade att den finansiella turbulensen har diskuterats mycket den senaste tiden. I och med att utvecklingen på flera sätt kan sägas ha sitt ursprung i USA är det logiskt och rimligt att också skriva ner prognoserna för tillväxten där. En viktig orsak till det är att vi har reviderat synen på hur länge den svaga utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden kan tänkas pågå. Ingves bedömning var att det kommer att ta mer tid än många tror för det finansiella systemet att hantera de dåliga bostadslånen. Att en sådan process tar tid är inte onormalt och beskriver man det endast som att det är en fråga om en anpassning av marknadens prissättning är det att förenkla bilden alltför mycket. Tillväxten i USA kommer förmodligen att vara svagare en längre tid än vad många tidigare trott. Och detta har givetvis effekter på bland annat euroområdet, vilket inte minst är viktigt ur ett svenskt perspektiv. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att andra områden i världen fortfarande går bra och att tillväxten i världen som helhet fortfarande är stark.

Ingves såg en fortsatt stark utveckling i Sverige, inte minst ur hushållens perspektiv, med ökad sysselsättning och ökad disponibel inkomst. Efter vårens avtalsförhandlingar förväntar man sig en högre takt i löneökningarna, men det har ännu inte synts i statistiken. Det är dock sannolikt bara en tidsfråga. Men att den inhemska ekonomiska utvecklingen förblir god betyder inte att den är helt oberörd av utvecklingen internationellt. Produktiviteten har

varit lägre än förväntat under det första halvåret vilket fått oss att revidera våra prognoser för innevarande och kommande år. Inflationsförväntningarna ligger över det penningpolitiska målet, samtidigt som kostnadstrycket stiger vilket delvis är en följd av den svagare produktivitetsutvecklingen. Dessutom har priserna på olika sorters livsmedel på den globala marknaden stigit kraftigt, och det är rimligt att förvänta sig att de även stiger i Sverige så småningom.

Ingves konstaterade att den finansiella sidan av svensk ekonomi fortsätter att växa i snabb takt och att detta gäller mer eller mindre generellt. Såväl utlåning till företag som hushåll som olika mått på penningmängden uppvisar alla höga ökningstakter. Detsamma gäller husmarknaden där det är svårt att avgöra om prisutvecklingen verkligen har dämpats på senare tid. En relevant fråga i sammanhanget är när räntehöjningar börjar ha effekt. Ingves bedömning var att effekterna rimligen borde synas nu, med tanke på att räntan har höjts med över två procentenheter på mindre än två år. Den senaste tidens statistik tyder vidare på att hushållens försiktighetssparande har ökat något. Vad gäller den offentliga sektorns sparande visar prognoserna i höstens budget på ytterligare något större överskott de kommande åren än vad som tidigare prognostiserats.

Sammantaget såg Ingves å ena sidan en starkare svensk ekonomisk utveckling och ett högre kostnadstryck än i juni. Å andra sidan visar den internationella utvecklingen på en svagare bild än den i juni. Dessa två delar pekar alltså åt olika håll och osäkerheten är, om något, större än vad den varit tidigare.

Hur påverkar detta då svensk penningpolitik? Utvecklingen de senaste två åren har inneburit att reporäntan har höjts från 1,5 procent till 3,75 procent. Detta har varit nödvändigt för att uppnå inflationsmålet och samtidigt upprätthålla samhällsekonomisk balans. För dagens beslut väger den starka utvecklingen i Sverige över vilket innebär att räntan bör höjas med 0,25 procentenheter. När det gäller prognoser för reporäntan utgör räntebanan från i juni fortfarande en väl avvägd penningpolitik. Här är det dock viktigt att vi påminner oss själva att även om banan är i stort densamma så har mycket faktiskt hänt. Två starka krafter – en inhemsk och en internationell – drar åt olika håll. I dagsläget väger förändringarna sedan i juni ungefär jämnt, vilket alltså resulterar i att räntebanan bör vara ungefär densamma som i juni. Men osäkerheten är större idag vilket gör att det finns större anledning än vanligt att påpeka att räntebanan är en prognos, inte ett löfte.

De alternativa scenarier för den ekonomiska utvecklingen som finns i den penningpolitiska rapporten fungerar bra som illustrationer av vad vi kan tänkas behöva överväga vid framtida möten. Sammantaget instämde Ingves i Irma Rosenbergs förslag men ville särskilt understryka osäkerheten i den nuvarande situationen.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** höll med Stefan Ingves om att vi idag, liksom vid det senaste penningpolitiska mötet, stod inför å ena sidan en växande osäkerhet om utvecklingen av den internationella ekonomin, och då främst den amerikanska, och å andra sidan en fortsatt stark tillväxt i Sverige. Men osäkerheten känns mer påtaglig vid detta möte.

Nyberg instämde i stora drag i de argument som framförts i tidigare inlägg men ville lyfta fram några ytterligare aspekter på utvecklingen.

En konsekvens av den finansiella oron är att priset på risk ökat. Det gäller både på den långa och på den korta marknaden. Låntagare med sämre kreditvärdighet har mött både högre

räntor och försämrad likviditet. Men detta innebär inte någon allmän kreditåtstramning. Låntagare med god kreditvärdighet har fortfarande lätt att låna på den internationella kapitalmarknaden, där det finns stora resurser. Det gäller exempelvis många utvecklingsländer och nya industriländer, som fortsatt att växa starkt. Det gäller också industriella låntagare med hög kreditvärdighet.

I USA har konjunkturen vänt nedåt och det finns frågetecken kring hur utvecklingen på bostadsmarknaden kommer att påverka den reala ekonomin, både när det gäller hur stora effekterna är och hur snabbt de kommer. Den amerikanska centralbanken har sänkt styrräntan, samtidigt som de korta interbankräntorna stigit. Det betyder att amerikanska banker får betala ungefär lika mycket som tidigare för sin korta marknadsupplåning. Den ökade riskpremien har kompenseras av en sänkt styrränta. I euroområdet känner man också av en konjunkturavmattning, men ECB har valt att hålla sin styrränta oförändrad. Eftersom riskpremien har ökat även för europeiska banker har kostnaden för deras marknadsupplåning ökat – för tremånaders upplåning med cirka en halv procentenhet. Det betyder att räntan de kan erbjuda sina lånekunder också stigit. I praktiken kan man alltså hävda att konjunkturavmattningen i Europa förstärkts av en stramare penningpolitik.

Nyberg konstaterade också att de finansiella marknaderna sakta börjat fungera bättre. Marknaden för de korta räntepapper som använts för att finansiera bland annat bostadslån av sämre kvalitet har slutat att krympa allteftersom det gått att identifiera vilka portföljer som var smittade och vilka som inte var det. De största bankerna kan idag finansiera sig till räntor som ligger nära juniräntorna för korta löptider. Men för mindre och medelstora banker är räntorna fortfarande högre än tidigare och det är svårt att låna upp större volymer utan att räntan påverkas – det vill säga likviditeten är svag. Likviditet på interbankmarknaden handlar mycket om förtroende mellan banker och de närmaste månaderna får utvisa om det förtroendet gradvis kan återställas. Att reda ut alla kreditförluster som ligger dolda i de många komplicerade paketerade kreditportföljer som är krisens egentliga kärna kan ta väsentligt längre tid.

Även om likviditeten på marknaden sakta kommer tillbaka finns åtminstone två faror. Den ena är att utvecklingen på bostadsmarknaden i USA blir sämre än väntat och att nya dåliga bostadslån därmed dyker upp i kreditportföljerna på marknaden och i bankerna. Den risken har flera pekat på i dagens diskussion. Den andra faran är att någon helt annan störning drabbar marknaden och skapar osäkerhet i ett känsligt läge när denna ännu inte helt tillfrisknat. Det är till exempel inte orimligt att tänka sig att den förtroendesvacka som drabbade de isländska bankerna i fjol skulle ha fått allvarigare konsekvenser om den inträffat idag.

Oron på de finansiella marknaderna tillskrivs ofta den dåliga kreditkulturen på den amerikanska sub-prime marknaden. Och visst var denna en utlösande faktor, menade Nyberg. Men långt innan sommarens händelser påtalade Riksbanken och andra bedömare att priset på risk på vissa marknader var orimligt lågt i en historisk jämförelse och att spreadarna borde öka – det var bara en fråga om när. Och eftersom priset på risk varit lågt länge kunde anpassningen gå snabbt. Rimligen hade makroekonomiska faktorer – den begynnande amerikanska konjunkturedgången – åstadkommit en anpassning av riskpremierna även om kreditgivningen på den amerikanska bostadsmarknaden skett på ett mer ansvarsfullt sätt.

I Sverige har vi ännu inte sett mycket av den finansiella oron annat än lite högre upplåningskostnader för bankerna och stora rörelser på börsen, fortsatte Nyberg. Börsrörelserna speglar sannolikt inte bara händelserna på kreditmarknaden, utan också en osäkerhet om vinstutvecklingen i amerikanska och svenska företag, det vill säga en osäkerhet om den underliggande konjunkturutvecklingen på lite sikt. Hushållen har ökat sitt försiktighetssparande och flyttat pengar från aktiemarknaden till sparkonton i bankerna.

I Stockholm finns tecken på att bostadsmarknaden håller på att bli mindre het. Mäklarna rapporterar färre besök på visningar av lägenheter och en minskad aktivitet i budgivningen. I den officiella statistiken syns dock ännu inget av detta. Hushållens upplåning fortsätter också att växa i hög takt. Minskad ökningstakt i huspriser och upplåning är dock vad vi ska vänta som en effekt av stigande räntor, påpekade Nyberg.

Även om tidigare räntehöjningar kanske börjar få effekt på delar av bostadsmarknaden höll Nyberg med övriga direktionsledamöter om att den ekonomiska utvecklingen i Sverige är fortsatt stark. Kapacitetsbristen i vissa branscher har visat sig tydligare sedan mötet i juni och arbetslösheten minskar. Produktivitetstillväxten är fortsatt låg, lägre än förväntat. Detta kan vara tillfälligt som tidigare påpekats, men utvecklingen inger oro. Under alla omständigheter har kostnadstrycket stigit mer än förväntat. Löneutvecklingen kan också bli starkare än vi trott om löneglidningen till följd av kapacitetsbristerna blir högre. Det finns en uppåttrisk för inflationen som kan härledas till arbetsmarknaden i den riktning om ej i den omfattning som Svante Öberg påpekat. Men det finns också en nedåttrisk framför allt i den osäkra amerikanska utvecklingen, både på de finansiella marknaderna och i den reala ekonomin.

Sammantaget tyckte Nyberg att reporäntan skulle höjas med 0,25 procentenheter vid dagens möte och ställde sig också bakom den räntebana som föreslagits i den penningpolitiska rapporten.

Riksbankschef **Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen. Även om den internationella avmattningen bedöms medföra en viss dämpning av tillväxten i Sverige är det inte tillräckligt för att stävja det ökade kostnadstrycket. Räntan behöver nu därför höjas med 0,25 procentenheter. Det är också sannolikt att räntan behöver höjas ytterligare något under det kommande året. Genom att höja räntan bidrar Riksbanken till att den underliggande inflationen är i linje med målet från nästa år och framåt samtidigt som produktion och sysselsättning utvecklas balanserat.

Riksbanken har i stort sett samma syn på hur reporäntan ska utvecklas framöver som i juni. Att bilden är ungefär densamma beror på att olika faktorer motverkar varandra. Det inhemska kostnadstrycket talar för att reporäntan skulle behöva höjas något mer framöver men den finansiella oron och utvecklingen i omvärlden pekar i motsatt riktning.

Det råder alltid stor osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen. Därmed är osäkerheten också stor om hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Riksbanken kan exempelvis behöva höja reporäntan mer om kostnadstrycket blir högre än i huvudscenariot. Om däremot den finansiella oron fortsätter och utvecklingen i omvärlden blir svagare än väntat kan räntan behöva bli lägre. Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror därmed som vanligt på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunktursiktterna.

§ 3. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden Stefan Ingves konstaterade att endast ett förslag förelåg: att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4 procent.

Direktionen beslutade

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten den 30 oktober kl. 9:30,
- att höja reporäntan till 4 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 31 oktober 2007,
- att höja utlåningsräntan till 4,75 procent och inlåningsräntan till 3,25 procent med tillämpning från onsdagen den 31 oktober 2007,
- att tisdagen den 30 oktober 2007 kl. 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 40 2007, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 13 november 2007 kl. 9:30.

Ledamoten Svante Öberg reserverade sig mot den penningpolitiska rapporten. Öbergs bedömning var att utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att bli starkare och att löneökningarna kommer att bli högre än enligt rapporten. Därmed blir också inflationstrycket högre och behovet av att höja styrräntan större. Därför lutade Öberg mer åt den räntebana som redovisas i det alternativscenari där lönerna stiger mer och produktiviteten blir lägre än räntebanan i rapportens huvudscenari.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves, Lars Nyberg, Irma Rosenberg, Lars E.O. Svensson, Barbro Wickman-Parak, Svante Öberg