



# ANFÖRANDE

DATUM: 2008-03-11  
TALARE: Förste vice riksbankschef Irma Rosenberg  
PLATS: Nordea, Stockholm

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

## ■ Den aktuella penningpolitiken – en svår avvägning

Riksbanken beslöt vid det penningpolitiska mötet den 12 februari att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,25 procent. Jag reserverade mig mot beslutet och ansåg att reporäntan skulle lämnas oförändrad. Men det var långt ifrån ett självklart ställningstagande. Därför vill jag gärna använda det här tillfället till att lite tydligare förklara hur jag resonerade och vilka avvägningsproblem penningpolitiken står inför.

Jag kommer också att kommentera en del statistik som kommit efter det penningpolitiska mötet. I det här sammanhanget känns det naturligt att kort kommentera en del av den kritik som vi fått, nämligen att det har varit alltför tyst från Riksbanken om hur vi ser på den ekonomiska utvecklingen. Det är möjligt att vi under hösten, då den finansiella turbulensen började, underskattade behovet av att vi i direktionen kommenterar den utveckling som vi ser i vår omgivning. Det är också möjligt att vi mer allmänt underskattat behovet av att, även i lugnare tider, diskutera vår senaste bedömning och sätta den i förhållande till den nya statistik som kommit in sedan det senaste penningpolitiska mötet. Allt detta, det vill säga våra publicerade prognoser och nya utfall, är öppen information och denna sammankoppling kan göras av alla som följer vårt arbete. Men för tydlighetens skull tänkte jag nu också gå igenom en del av den viktiga information som kommit in sedan det penningpolitiska mötet den 12 februari. Vad den nya informationen innebär för den framtida ränteutvecklingen kommer jag däremot inte att säga någonting om. Det är något som vi i direktionen tar ställning till vid vårt nästa penningpolitiska möte i april.

### Underlaget för beslutet i februari

I den penningpolitiska rapporten som publicerades i februari redovisas hur majoriteten i direktionen ser på utsikterna för inflation och realekonomisk utveckling i Sverige och omvärlden under de kommande åren. De penningpolitiska avvägningarna framgår också och bedömningarna bygger på den prognos för reporäntan som redovisas i rapporten. Huvudscenariot i rapporten tecknar bilden av ett fortsatt högt kostnadstryck i den svenska ekonomin och en försvagad men fortfarande god ekonomisk tillväxt såväl i omvärlden som i Sverige. Det kan tilläggas att bilden bara var marginellt förändrad sedan den penningpolitiska uppföljningen i december.

■ Både i USA och i euroområdet väntas tillväxten bli betydligt lägre än i fjol och också lägre än den trendmässiga utvecklingen. Även i världen som helhet väntas tillväxten sakta in men ändå förbli god eftersom tillväxtekonomier som Kina och Indien antas fortsätta att växa i hög takt. I huvudscenariot beräknas återhämtningen i USA och euroområdet börja redan under andra halvåret i år och nästa år är tillväxten tillbaka på i stort sett trendmässig nivå. I Sverige väntas tillväxten i år bli ungefär densamma som i fjol, men i realiteten är det en försvagning om man tar hänsyn till att antalet arbetsdagar är fler i år.

Inflationen i Sverige steg snabbt i höstas och väntas, mätt både med KPI och KPIX, överstiga inflationsmålet en stor del av prognosperioden.

Osäkerheten om den framtida ekonomiska utvecklingen är dock stor och för att markera det beskrivs också några alternativa scenarier i den penningpolitiska rapporten. Ett av dessa innebär större finansiell oro och att tillväxten i omvärlden bromsar in kraftigare. I detta scenario faller tillväxten i den amerikanska ekonomin mer än i huvudscenariot, samtidigt som upplåningskostnaderna för hushåll och företag i hela världen blir högre. Det leder till att efterfrågan allmänt dämpas och till att BNP-tillväxten och inflationen i blir lägre, både i omvärlden och i Sverige.

Men som vi skrivit i tidigare rapporter finns det också risk för att inflationen ska bli högre än i huvudscenariot om löneutvecklingen blir högre och produktiviteten utvecklas svagare än väntat. Därutöver har risken ökat för att priserna utomlands kan komma att öka snabbare än i huvudscenariot, vilket skulle få effekter på inflationen även i Sverige.

## Min omvärldsbild i februari

Då vi fattar penningpolitiska beslut måste vi se till helheten. Prognosen i rapporten ska ses som en medelvärdesprognos, som alltid är omgiven av betydande osäkerhetsintervall. I detta fall var det ovanligt svårt att ha en uppfattning om sannolikheterna för olika utfall. Även om den aktuella situationen har vissa likheter med en del tidigare episoder så överväger olikheterna och det finns därför inte så mycket historisk erfarenhet att stödja sig på.

Jag kände inför det penningpolitiska mötet i februari, och känner alltjämt, en större oro för omvärldsutvecklingen än vad som speglas i den penningpolitiska rapportens huvudscenario. Min syn på utvecklingen i omvärlden skilde sig inte så mycket från huvudscenariot i det korta perspektivet. Men jag var orolig för att den finansiella krisen skulle kunna komma att bli både djupare och mer utdragen än vad som där förutsätts.

Fram till det penningpolitiska mötet hade turbulensen på de finansiella marknaderna fortsatt. Problemen på interbankmarknaden såg visserligen ut att ha mildrats en del, även om interbankkräntorna fortfarande var högre än normalt och riskpremierna på kreditmarknaden var fortsatt höga. Turbulensen var fortsatt stor och den finansiella krisen hade tagit sig nya uttryck.

Det kommer troligen att ta lång tid att överblicka hur stora nedskrivningar för förluster internationella banker och andra finansinstitut kommer att tvingas göra. En relativt sen följd av krisen var problemen för så kallade monolines, det vill säga försäkringsbolag som försäkrar obligationslån. Flera av dem riskerade att bli nedgraderade av kreditvärderingsinstituten och några har nu också blivit det. Som jag

■ såg det skulle dessa problem sammantaget kunna leda till en rejäl kreditåtstramning.

Ett annat tydligt uttryck för den finansiella oron var utvecklingen på världens aktiemarknader. Sedan den internationella börsnedgången började under sommaren och fram till det penningpolitiska mötet i februari hade kurserna på de stora börserna fallit med mellan 15 och 30 procent. Bara sedan årsskiftet hade kurserna fallit med 10-15 procent. Det är svårt att förutse hur den turbulens som råder på de finansiella marknaderna kommer att påverka utvecklingen i världen och den svenska ekonomin. Den finansiella sektorn i Sverige befinner sig utanför de värsta strömvirvlarna till följd av att man har små direkta exponeringar mot de mest problemtyngda delarna av värdepappersmarknaderna, men min bedömning var att den svenska ekonomin kommer att påverkas av en fortsatt kris med uppdrivna räntenivåer och inslag av kreditåtstramning.

Problemen på bostadsmarknaden i USA hade också fortsatt. Huspriserna hade, enligt mäklarstatistik, fallit i samtliga regioner. Så länge den anpassningen fortsätter finns det risk för att problemen på sub-prime-marknaden förvärras och att den finansiella oron fördjupas.

Hur den finansiella oron och problemen på bostadsmarknaden påverkar den reala ekonomin är svårt att bedöma. I USA försvagades tillväxten markant det sista kvartalet i fjol och fallet i bostadsinvesteringarna gav ett rejält negativt bidrag. Hushållens konsumtion hölls ändå ganska väl uppe under fjärde kvartalet. Frågan är hur motståndskraftig hushållens konsumtion, som motsvarar ungefär 70 procent av BNP, kommer att vara med tanke på de störningar som den amerikanska ekonomin är utsatt för. Att priserna på både hus och aktier faller innebär att hushållens förmögenheter minskar, vilket kan få en negativ effekt på efterfrågan. Uppgången i olje- och livsmedelspriser innebär också att hushållens köpkraft gröps ur. Dessa negativa effekter motverkas till en del av att Federal Reserve sänkt styrräntan och av olika finanspolitiska åtgärder. Prognosen i den penningpolitiska rapportens huvudscenario innebär en ganska svag tillväxt i den amerikanska ekonomin de närmaste kvartalen. Jag såg ändå en uppenbar risk för att problemen blir mer långvariga och för att återhämtningen dröjer längre än vad som förutsätts i rapportens huvudscenario.

Också i euroområdet dämpades tillväxten under fjärde kvartalet i fjol. Utfallet hade inte publicerats då det penningpolitiska mötet ägde rum, men det var i stort sett som förväntat. Hushållen i euroländerna tycks ha varit mycket återhållsamma med sina konsumtionsutgifter. Omsättningen i detaljhandeln sjönk i slutet av förra året och man kan även se i enkätdata att hushållens tillförsikt har minskat. Liksom i USA kan mer långvariga problem på de finansiella marknaderna leda till att utvecklingen blir svagare än vad som ligger i huvudscenariot.

### **Min syn i februari på utvecklingen i Sverige**

I Sverige har inflationen gradvis stigit de senaste åren. I genomsnitt blev den, mätt med KPI, 2,2 procent i fjol, vilket är nära inflationsmålet. Uppgången i inflationen berodde delvis på att resursutnyttjandet i ekonomin ökade och att kostnadstrycket steg. Timlönerna ökade något snabbare än de gjort tidigare samtidigt som produktivitet utvecklingen dämpades markant. Inflationen har varit mycket låg under flera år, men under 2007 var det stigande kostnadstrycket en faktor som bidrog till att inflationen nådde upp till målet. Den underliggande inflationen, mätt med KPIX, stannade dock vid 1,2 procent som genomsnitt för 2007.

■ Under hösten i fjol steg inflationen mycket snabbt och nådde, mätt med KPI, 3,5 procent i december. Den underliggande inflationen, mätt med KPIX, steg till 2 procent i december. Den snabba uppgången i inflationen under hösten berodde till stor del på att priserna på energi och livsmedel ökade, en spegling av att priserna steg snabbt på världsmarknaden. På det penningpolitiska mötet framhöll jag att man inte omedelbart kan motverka sådana snabba prisimpulser från omvärlden med penningpolitiken. Det måste helt enkelt få ta lite tid. I den penningpolitiska rapporten bedöms de snabba prisökningarna till viss del vara av tillfällig natur. Om världsmarknadspriserna inte fortsätter att stiga i samma snabba takt så kommer inflationen att falla tillbaka. Detta är också vad som förutsätts i rapportens huvudscenario. Men till viss del rör det sig också om effekter på inflationen som riskerar att bli varaktiga och som kan behöva motverkas med penningpolitiken.

Då inflationen stiger och hamnar över målet, som den nu gjort mätt med KPI, så är det viktigt att den inte tillåts bita sig fast och bli varaktigt hög. Risken för det ökar om inflationsförväntningarna stiger, och det är precis vad som skett. Förväntningarna på inflationen har stigit inte bara på ett års sikt, utan också på två och fem års sikt, vilket är bekymmersamt.

### **Det penningpolitiska ställningstagandet**

Uppgången i inflationen och i inflationsförväntningarna även på lite längre sikt var faktorer som talade för att räntan skulle höjas på det penningpolitiska mötet i februari. Prognosen i den penningpolitiska rapportens huvudscenario innebar att tillväxten mattas av men ändå blir god under prognosperioden. Själv var jag lite mer bekymrad över problemen på de finansiella marknaderna och risken för en svagare utveckling i omvärlden, något som naturligtvis också skulle påverka utvecklingen i Sverige.

Som framgår av protokollet var jag däremot inte riktigt lika bekymrad över kostnadstrycket som tidigare. Lönerna såg inte ut att stiga så snabbt som Riksbanken räknade med strax efter att de nya avtalen slutits i fjol. Löneprognoserna justerades också ned i den penningpolitiska rapporten. Min uppfattning var också att avmattningen i produktivitetstillväxningen under fjolåret var mer begriplig när det i samband med publiceringen av NR-statistiken för tredje kvartalet visade sig att produktionstillväxten hade bromsat i tydligt redan i början av 2007. Tillväxten i antalet arbetade timmar dämpades inte som tillväxten i produktionen. Så brukar det se ut när tillväxten saktar in i och med att arbetsmarknaden typiskt sett släpar efter något i konjunkturförloppet. Jag gjorde därför bedömningen att den svagare produktivitetstillväxten snarare talar för att företagen kommer att bli mer återhållsamma med att anställa arbetskraft än att vi kommer att få se snabba prisökningar framöver.

Då jag vägde samman den stora osäkerheten kring utvecklingen på de finansiella marknaderna och risken för en svagare utveckling i omvärlden med den svenska konjunkturbilden och risken för att inflationen i Sverige förblir hög, blev min slutsats att räntan borde lämnas oförändrad. Jag vill betona att det inte ska ses som att jag ville prioritera ned inflationsmålet. Det var och är mer en fråga om hur lång tid det ska få ta att föra inflationen tillbaka till målet. Jag pekade också på att Riksbanken har höjt räntan i ett antal steg sedan januari 2006 och att dessa räntehöjningar ännu inte hunnit få full verkan på ekonomin.

## ■ Vad har hänt sedan det penningpolitiska mötet?

Så här långt bedömer jag att utfallsdata och indikatorer i euroområdet i stort sett är i linje med bedömningen i den penningpolitiska rapportens huvudscenariot. Min uppfattning är också att indikationerna på svag tillväxt i USA i början av detta år och de fortsatta problemen på bostads- och fastighetsmarknaden är i linje med bedömningen i huvudscenariot. I det korta perspektivet skiljer sig inte den bedömningen från min egen. Jag är däremot mer orolig för att det kommer att ta längre tid innan återhämtningen tar fart.

I Sverige blev tillväxten i BNP under fjärde kvartalet i fjol något starkare än vad som väntades i den penningpolitiska rapporten. Sysselsättningen, mätt med antalet arbetade timmar, ökade oväntat mycket och produktivitetens utvecklingen under fjolåret blev sämre än vad som förväntades i rapporten.

Konjunkturinstitutets månadsbarometer för februari visar en tydlig försvagning av konjunkturen i näringslivet som helhet. Barometerundersökningen tyder på att sysselsättningen har fortsatt att öka, men i långsammare takt. Företagen har också justerat ned sina anställningsplaner inför de närmaste månaderna. Inköpschefsindex för industrin visar däremot en mer positiv bild i februari. Totalindex steg något och har under några månader varierat kring 55-nivån, som är nära genomsnittet sedan 2001. Men samtidigt visar undersökningen att tillväxten i sysselsättningen har dämpats och att företagen har blivit mindre optimistiska om produktionsstillväxten framöver.

Inflationen i Sverige blev i januari något lägre jämfört med prognosen i den penningpolitiska rapporten. Men det hängde till största delen samman med att viktarna i KPI-korgen, liksom vid varje årsskifte, hade förändrats. Effekten av denna förändring var ovanligt stor denna gång. Det kan tolkas som att konsumenterna i större utsträckning än vanligt har bytt ut varor och tjänster som ökat snabbt i pris i sin konsumtion. Den så kallade substitutionseffekten var alltså större än vad Riksbanken och de flesta andra bedömare räknade med.

Sammantaget tycks aktiviteten i den svenska ekonomin under det sista kvartalet i fjol ha varit lite högre än vi räknade med i februari. Produktiviteten utvecklades däremot svagare än i bedömningen i rapporten. Enkätdata talar emellertid tydligt för att det sker en inbromsning i de flesta delar av näringslivet och att ökningen i efterfrågan på arbetskraft håller på att dämpas.

På de finansiella marknaderna i världen har oron åter ökat. Det tyder på att detta är komplicerade processer som kan bli utdragna. De så kallade TED-spreadarna, som är skillnaderna mellan räntor på lån mellan banker och räntor på statspapper, har åter stigit, framförallt i USA men även i Sverige och Storbritannien. Kreditspreadarna är fortsatt höga. De senaste dagarna har spreadarna på bolånemarknaden i Sverige ökat. Det hänger samman med oro på bolånemarknaderna i ett par andra europeiska länder. Premierna för kreditförsäkringar har stigit den senaste tiden både i USA och i Europa. Nya rapporter om förluster relaterade till amerikanska sub-prime-lån har fortsatt att komma. Börskurserna i Europa och USA har varierat något, men ligger för närvarande något lägre än vid tiden för det penningpolitiska mötet. Kronan har stärkts något, särskilt mot dollarn.

## Avslutning

Som jag nämnde inledningsvis har jag berört en del av den nya information som kommit och jämfört den med de prognoser som gjordes i samband med den

■ penningpolitiska rapporten i februari. Det är viktigt att påpeka att det hinner komma en hel del viktig ny statistik innan nästa penningpolitiska möte i april, och det är först då som en samlad bedömning kan göras av de penningpolitiska konsekvenserna.

När jag ser på vad som hänt sedan vårt penningpolitiska möte den 12 februari tycker jag att det så här långt i stort sett ger stöd för den allmänna bild som tecknas i den penningpolitiska rapporten. Skillnaden mellan min egen bedömning och huvudscenariot gäller inte heller utvecklingen på så kort sikt som någon månad. Min något mer pessimistiska syn gäller vilka konsekvenserna kan bli av turbulensen på de finansiella marknaderna. Det handlar om risken för en svagare utveckling i omvärlden och vilka följdverkningar detta kan få för realekonomisk utveckling och inflation i den svenska ekonomin. Min bedömning i februari var att vi med hänsyn till den stora osäkerhet som råder borde avvakta med att höja räntan. Det är samtidigt viktigt att understryka att vi alla i direktionen, oavsett ställningstagande vid det senaste mötet, ser allvarligt såväl på risken för förvärrad finansiell oro och svagare utveckling i omvärlden som på risken att inflationen i Sverige biter sig fast på en hög nivå. Det är inte lätt att väga dessa risker mot varandra och därför tycker jag inte att det är så konstigt att vi i direktionen kom till lite olika slutsatser i våra avvägningar på mötet i februari.