



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 3

DATUM: 2008-04-22

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

Johan Gernandt, fullmäktiges
ordförande
Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Bul Ekici (§1)
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Karolina Holmberg
Per Håkansson
Ann-Christine Högberg
Pernilla Meyersson
Bengt Pettersson
Britta von Schoultz
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Carl-Johan Belfrage och Bengt Pettersson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1, 2 och 3.

Bul Ekici från avdelningen för penningpolitik redovisade utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det föregående direktionsmötet den 8 april¹. Både korta och långa räntor har stigit. Oron på interbankmarknaden har fortsatt. Interbankräntorna har stigit

¹ Direktionen informeras löpande vid sina formella sammanträden om utvecklingen på de finansiella marknaderna under de senaste veckorna. I de penningpolitiska rapporter och uppföljningar som publiceras externt beskrivs utvecklingen i ett längre perspektiv och jämförs med situationen vid det föregående penningpolitiska mötet.

både i euroområdet, USA och Sverige. Vissa kreditspreadar har sjunkit något den senaste tiden i USA, men det beror främst på att statsobligationsräntan stigit.

Börsen har stigit något den senaste tiden i såväl USA som euroområdet och på tillväxtmarknader. Euron och kronan har fortsatt att stärkas mot dollarn.

Marknadsaktörerna tror nu inte längre i samma utsträckning på styrräntesänkningar då inflationsoron tilltagit i såväl USA som euroområdet och Sverige. I USA förväntar sig marknadsaktörerna i termer av terminsprissättningen att styrräntan, FED Funds, i USA sänks med 0,25 procentenheter på det penningpolitiska mötet den 30 april. Den 8 april var förväntningarna att räntan skulle sänkas med 0,5 procentenheter. Även förväntningarna på drygt två års sikt har reviderats upp. För euroområdet är marknadsförväntningarna att styrräntan ligger kvar på omkring 4 procent under överskådlig tid, vilket kan jämföras med den tidigare prissättningen som reflekterar förväntningar om en räntesänkning på 0,25 procentenheter 2009. Även i Sverige har de penningpolitiska förväntningarna justerats upp. Marknaden prissätter nu en reporänta som ligger omkring 0,25 procentenheter högre 2009 än vad som var fallet den 8 april och i praktiken en oförändrad styrränta under överskådlig tid. Reporäntan förutses att lämnas oförändrad vid dagens möte. Däremot skiljer sig bedömningarna på längre sikt. Majoriteten av marknadsaktörerna förväntar sig att den reporäntebana som publiceras i morgon är lägre än den som publicerades i februari.

Anders Vredin, chef för avdelningen för penningpolitik, lade fram underlag till direktionens diskussion i form av utkast till penningpolitisk uppföljning. Han noterade inledningsvis att en omvärldsbild, en nulägesbeskrivning och förslag till prognoser hade presenterats av avdelningen för penningpolitik och avdelningen för finansiell stabilitet och diskuterats vid ett beredningsmöte den 15 april. På ett möte den 16 april hade prognoser och text till uppföljningsrapport diskuterats vidare.

Sedan det senaste penningpolitiska mötet i februari har oron på de finansiella marknaderna fortsatt. Interbankräntor och räntespreadar är fortsatt höga. Det finns vissa tecken på att den globala tillväxten har blivit lägre än vad som förväntades i februari. Hushållens konsumtionstillväxt och detaljhandelsförsäljningen har dämpats något mer än väntat både i USA och i euroområdet. Trots en dämpad tillväxt har inflationen samtidigt varit överraskande hög. Oljepriset har fortsatt att stiga och ligger nu högre än förväntningarna i februari. Även förväntningarna på kommande oljepriser, i form av terminspriser, har stigit.

I Sverige har inflationen utvecklats ungefär som förväntat. Inflationen drivs liksom i omvärlden upp av stigande energi- och livsmedelspriser. BNP-tillväxten det fjärde kvartalet förra året blev lite högre än väntat, men de senaste indikatorerna pekar överlag på en något svagare utveckling än väntat. Inflationsförväntningarna har dämpats en aning sedan februari, men ligger fortfarande över det penningpolitiska målet enligt Prosperas enkätundersökning.

Även om tillväxtförutsättningarna för den globala ekonomin försämrats och BNP-prognoserna för både USA och euroområdet reviderats ned, förutses en fortsatt god tillväxt i världsekonomin på omkring 4 procent de närmaste åren.

I Sverige har vi en god konjunkturutveckling och resursutnyttjandet ligger över det normala. Tillväxten väntas dock dämpas snabbare och resursutnyttjandet förutses bli lägre framöver än i bedömningen i februari. Arbetslösheten förväntas öka snabbare då prognosen för

sysselsättningen reviderats ned. Inflationen förutses bli lite högre än prognosen i februari. Terminsprisinställningen indikerar fortsatt höga priser på livsmedel och energi.

Prognoserna utgår ifrån en oförändrad reporänta på 4,25 procent och en oförändrad räntebana. Riskbilden bedöms vara ungefär densamma som i februari.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde diskussionen. Han påtalade att sedan det föregående penningpolitiska mötet har den finansiella oron fortsatt att dominera de internationella rapporterna. Priset på kort upplåning i banksystemet, det som brukar kallas likviditet, har inte minskat, snarare tvärtom. Den europeiska centralbanken och centralbankerna i USA och England har fortsatt att agera i oförminskad utsträckning för att underlätta situationen. Man ger längre krediter än normalt och man accepterar sämre säkerheter. Fler och fler börjar fråga sig hur man ska komma ur allt detta. Den amerikanska centralbanken, Federal Reserve, har tvingats till en akut insats för att rädda en marknadsaktör utanför banksystemet, Bear Stearns, vilket är unikt i modern tid. Detta lär få djupgående konsekvenser för diskussionen om vilka institut som ska regleras och hur detta ska ske.

Nyberg menade att likviditetsläget borde ha blivit bättre i takt med att förluster redovisats öppet och ett antal stora aktörer gjort betydande nedskrivningar. Likviditet är i stor utsträckning en fråga om förtroende. Att likviditeten inte börjat återvända till normala nivåer tyder på att stora förtroendeglapp fortfarande existerar och att marknaden väntar att fler förluster ska dyka upp – men man vet inte var. Först när bankerna känner sig säkra på att alla potentiella hål i balansräkningarna redovisats tydligt kan vi räkna med att läget blir bättre. Det kan ta tid, särskilt som inte alla aktörer förefaller så benägna att redovisa sina förluster. Ökad transparens skulle snabba på läkningsprocessen.

Under dessa förhållanden blir läget också labilt i den meningen att rykten på marknaden snabbt kan få stora effekter. Northern Rock och Bear Stearns är båda exempel på finansiella institut som vandrat vägen från fungerande företag, där likviditetsreserverna bedömdes vara tillfredsställande, till att få likviditetsproblem och vidare till att bli insolventa på i stort sett en vecka. Liknande förlopp framöver är inte otänkbara. Många banker och andra finansiella företag är beroende av marknadsupplåning, lång såväl som kort. En släng av misstänksamhet och marknadsrykten har till exempel drabbat de isländska bankerna under de senaste veckorna.

Nyberg menade att betydande finansiell risk, via centralbankernas i detta läge nödvändiga agerande, har flyttats från aktieägarna till samhället. Icke desto mindre fortsätter ett antal aktörer, som inte skulle kunna upprätthålla verksamheten utan hjälp av de extraordinära åtgärder som centralbankerna vidtagit, att ge utdelning till sina aktieägare. Detta förhållande är värt större uppmärksamhet än det fått. Bankerna behöver i dagsläget mer kapital, inte mindre. Minskat kapital ökar risken i bankerna, men det kan också leda till en kreditåtstramning som drabbar företag utanför den finansiella sektorn, det vill säga bankernas vanliga kunder. Tendenser till en sådan kreditåtstramning syns i USA, även om ett antal banker lyckats återställa delar av det kapital de förlorat.

I USA har den finansiella oron nu tydligt smittat av sig på den reala ekonomin. Utvecklingen i finanssektorn förstärker konjunkturedgången som i sin tur ökar den finansiella oron i en olycklig cirkel. Detta har föranlett oss och andra att justera ned prognoserna för tillväxten i USA och euroområdet.

Samtidigt som tillväxtprognoserna i omvärlden justeras ned så justeras inflationsprognoserna upp. Prisökningarna på energi och livsmedel har blivit större än väntat och ökningarna kommer rimligen att påverka andra priser och på det sättet ge effekter i flera led. Det är tveksamt om alla länder, även de som har en explicit inflationsmålspolitik, kommer att vilja hantera dessa problem med högre räntor. Man kan hävda att prisstegringarna är av engångskaraktär och dessutom att de är betingade av utbudsfaktorer på världsmarknaden och sålunda svåra att bekämpa med inhemsk penningpolitik. I USA har Federal Reserve för närvarande finanskris och förefaller ha fallande tillväxt i fokus för sitt tänkande snarare än problem med stigande inflation. Detsamma gäller Bank of England. Allt som allt finns det anledning till oro för att inflationen i världen ska ta fart och bita sig fast på ett sätt som vi tidigare inte haft anledning att förvänta.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** hänvisade till Nybergs inlägg om utvecklingen på de globala finansiella marknaderna och att effekterna av turbulensen nu syns tydligt i den reala ekonomin, inte minst i USA. Listan på dåliga nyheter från USA skulle kunna göras lång. Det handlar bland annat om fallande bostadspriser och en fallande sysselsättning. I februari skrev Riksbanken ned sin prognos för USA-ekonomin och den implicerade att vi skulle få se mycket svaga indikatorer under våren. Wickman-Parak ansåg då att den nedskrivning som gjordes var rimlig men var inte främmande för att indikatorerna skulle kunna komma att signalera en ännu svagare utveckling. Så har det blivit och tillväxtprognosen har åter reviderats ned.

Det är ganska uppenbart att den amerikanska ekonomin kommer att utvecklas svagt under det första halvåret i år, men det är utvecklingen därefter som är det intressanta. Frågan är om USA-ekonomin kommer att förbättras mot slutet av året och fortsätta på den vägen 2009. Det centrala är hur hushållen kommer att agera. Det stora raset i konsumentförtroendet, som till stor del beror på en mer dyster syn på arbetsmarknaden, är oroande. Det finanspolitiska stimulanspaketet som inkluderar skattecheckar som börjar sändas ut under våren kommer att lyfta konsumtionen under hösten, men det riskerar att bli en tillfällig historia om inte en uppgång i produktion och sysselsättning då börjat ge sig till känna.

Men Wickman-Parak hävdade att det finns ljuspunkter i mörkret. Hon påtalade att det redan skett en kraftfull korrigerande i byggsektorn. Bostadsbyggandet har rasat och i höst har nedgången pågått i tre år. Rimligtvis bör vi närma oss botten för bostadsinvesteringarna i slutet av året och det innebär att en starkt neddragande effekt på tillväxten försvinner. Det kan tilläggas att förtroendet i byggbranschen har slutat falla de senaste månaderna. Lagren av osålda hus ligger fortfarande på hög nivå men de har kommit ned en bit från toppnivåerna sommaren 2007. I och med att huspriserna fallit har det genomsnittliga hushållets förmåga att köpa ett hus till genomsnittspris stigit ordentligt. De låntagare som haft eller har så kallade subprimelån har drabbats hårt, men man ska inte glömma bort att den stora majoriteten av låntagare klarar av sina lån. De har dessutom mött lägre långa boräntor och ansökningarna om att lägga om lån till lägre ränta har därför ökat de senaste månaderna.

Wickman-Parak poängterade också att de amerikanska företagen har ett bra utgångsläge. Balansräkningarna är starka och vinsterna är fortfarande på en hög nivå i ett historiskt perspektiv även om de dämpats den senaste tiden. Man har inte överinvesterat på samma sätt som man gjorde före millennieskiftet och som sedan ledde till en korrigerig nedåt. En viss korrigerig i form av en dämpning av IT-investeringarna skedde dessutom 2006. Det har inte skett en lageruppbyggnad som inför millennieskiftet och lagernivåerna är nu låga. Mot bakgrund av den fortsatta försvagningen av dollarn borde exporten fortsätta att ge stöd till efterfrågan som då måste mötas med en ökad produktion.

Osäkerheten är dock givetvis stor. Wickman-Parak höll med Nyberg om att det är svårt att bedöma hur den finansiella oron utvecklas och hur den slår på den reala ekonomin. En annan stor osäkerhet är oljepriset som kan stiga ytterligare och gröpa ur köpkraften mer än vad som nu förutses. Med den osäkerhet som finns är det inte underligt att det finns många bud på hur amerikansk ekonomi kommer att utvecklas. Den senaste konsensusprognosen från april är en tydlig illustration: Genomsnittsprognosen för de 25-tal professionella bedömarna av den amerikanska ekonomins tillväxt hamnar på drygt 2 procent för 2009 men spannet mellan högsta och lägsta prognos är osedvanligt stort. Den lägsta prognosen ligger på 0,6 procent, den högsta på 3,6 procent. Riksbankens prognos ligger något under mittfårans. Det är enligt Wickman-Parak en rimlig prognos. Framtiden får utvisa om den är för optimistisk.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** tyckte att det är rimligt att revidera ner bedömningarna av BNP-tillväxten i vår omvärld jämfört med de prognoser som redovisades i den penningpolitiska rapporten i februari.

Konjunkturen i USA har fortsatt att försämrans och det hänger i stor utsträckning samman med problemen på de finansiella marknaderna. Men USA är ett land som brukar kunna hantera kriser och ett antal åtgärder har vidtagits för att komma tillrätta med problemen. Trots det är det svårt att tro att en återhämtning kan komma igång innan det har skapats en bättre bild av var förlusterna i det finansiella systemet finns och innan fallet i huspriserna har avstannat. Erfarenheterna visar att kraftiga prisfall på bostäder brukar hänga samman med mer utdragna perioder av låg tillväxt. Risken finns därför att avmattningen i USA blir mer utdragen än vad som förutsätts i den penningpolitiska uppföljningen.

Europa har hittills klarat sig bättre. Vi har inte sett så mycket av försvagning i hårddata om ekonomins utveckling. Tvärtom har de i flera fall överraskat på uppsidan. Däremot finns det påtagliga tecken på en kommande avmattning i mjukdata som företagens och hushållens framtidsförväntningar. Det är mot bakgrund av avmattningen i USA och turbulensen på de finansiella marknaderna rimligt att räkna med en avmattning även i Europa.

Öberg påtalade dock att utvecklingen i andra delar av världen hittills varit stark. Internationella valutafonden (IMF) räknar i sin senaste rapport med att BNP-tillväxten i det man kallar "emerging and developing economies", vilka svarar för knappt hälften av världens BNP, bara kommer att dämpas från knappt 8 procent per år 2006 och 2007 till 6 ½ - 7 procent per år 2008 och 2009, trots att IMF har en mycket pessimistisk bild av utvecklingen i USA.

Öberg menade också att det är rimligt att revidera upp bedömningarna av inflationen i omvärlden jämfört med de prognoser som redovisades i den penningpolitiska rapporten i februari. Priserna på energi, råvaror och livsmedel har ökat kraftigt de senaste åren. Det

handlar inte bara om tillfälliga prishöjningar på enskilda varor utan också om en bred inflation driven av den starka tillväxten i världen, inte minst i Asien. Den har medfört en stigande inflation både i tillväxtekonomierna och i mer utvecklade länder. I USA ligger inflationen mätt med konsumentprisindex (KPI) på 4 procent och i euroområdet mätt med HIKP på 3,6 procent.

Det mest troliga är att inflationen kommer att dämpas nästa år. Men det finns en risk att inflationsprocessen blir mer utdragen. Några faktorer talar för det. En är att tillväxten i världen trots en dämpning fortfarande beräknas vara relativt hög. Det kan fortsätta att driva på priserna. En annan är att flera utvecklade ekonomier måste göra en avvägning i penningpolitiken mellan å ena sidan att mildra avmattningen i den reala ekonomin och å andra sidan att motverka den stigande inflationen. En prioritering av den första ambitionen kan medföra att inflationen kommer att ligga över önskade nivåer en längre tid. En tredje är att flera tillväxtekonomier inte har samma trovärdighet när det gäller att med penningpolitiken hålla inflationen på en låg och stabil nivå. IMF räknar exempelvis med att inflationen i emerging and developing economies blir 7,4 procent i år att jämföra med 2,6 procent i mer utvecklade länder.

Sammantaget menade därför Öberg att det finns nedåtrisker när det gäller BNP-tillväxten i världen men uppåtrisker när det gäller inflationen. Man kan kanske tycka att det är egendomligt med en minskning av tillväxten i kombination med en ökning av inflationen. Men det är just så utvecklingen har varit, tillväxten i världen har dämpats och inflationen i världen har stigit. Det är också så prognoserna har reviderats.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** inledde med att påtala att oron på de finansiella marknaderna har fortsatt sedan det föregående penningpolitiska mötet i februari. Interbankkräntorna har stigit igen. Det visar att brist på likviditet fortfarande är ett reellt problem för banker internationellt trots de åtgärder som centralbankerna vidtagit. Många banker och finansiella institutioner har mött svårigheter att finansiera sig och många har också tvingats till stora nedskrivningar särskilt av värdet av subprime-relaterade tillgångar. Osäkerheten är fortfarande stor om hur lång tid det kommer att ta innan det värsta av krisen är över och vilka risker det innebär för utvecklingen i den reala ekonomin. Rosenbergs oro över detta hade inte minskat jämfört med i februari.

Rosenberg menade att hon i februari också var mer bekymrad över utvecklingen både i USA och i euroområdet än vad som kom till uttryck i prognoserna i den penningpolitiska rapporten. Nu har dessa prognoser justerats ned. Bostadsmarknaden i USA befinner sig fortfarande i en utförsbacke med fallande husförsäljning och huspriser samtidigt som antalet hus till försäljning är stort. Bostadsbyggandet har redan fallit under ett par års tid men det syns ännu ingen uppbromsning. I Federal Reserves senaste "Beige Book", som publicerades i mitten av april, rapporteras att också byggandet av kommersiella fastigheter saktar ned. Huvudbudskapet i rapporten är att de ekonomiska förhållandena i den amerikanska ekonomin har försvagats sedan föregående rapport. I februari såg Rosenberg också risker att den privata konsumtionen i USA skulle bli svagare än väntat med hänsyn till att sysselsättningen vänt ned, att köpkraften gröps ur av stegrade olje- och livsmedelspriser och att priserna på fastigheter och aktier faller, något som ser ut att bekräftas redan under första kvartalet. Men det som framförallt kändes osäkert i februari var om avmattningen i USA skulle bli mer utdragen än vad som låg i prognosen i huvudscenariot. En sådan risk såg

Rosenberg i viss utsträckning fortfarande även om prognosen för USA-tillväxten nu har justerats ned.

Det är i första hand prognoserna för tillväxten i USA och euroområdet som nu har reviderats ned i den penningpolitiska uppföljningen. Men det finns enligt Rosenberg uppenbara risker för att utvecklingen blir svagare även i resten av världen inte minst på grund av att omvärlden påverkas av den svagare utvecklingen i USA och Europa. Den finansiella oron och dess effekter på hur de finansiella marknaderna fungerar är också ett skäl. Ett annat är att den inhemska efterfrågan, som utgör en drivkraft för tillväxten i många utvecklingsländer, kan komma att dämpas av de kraftiga prisstegringarna på energi och livsmedel som driver upp inflationen. Det finns därför en risk att tillväxten även i övriga delar av världen blir lägre än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen.

Riksbankschef **Stefan Ingves** inledde med att påtala att tillväxten i världsekonomin är fortsatt stark trots försvagningen i USA och euroområdet. Den globala tillväxten förutses bli omkring 4 procent i år. Detta kan jämföras med IMF:s bedömning att 3 procents tillväxt eller lägre krävs för att världsekonomin ska anses befinna sig i lågkonjunktur.

De finansiella marknaderna har nu kommit längre med att ta itu med de problem som kan relateras till den amerikanska bolånemarknaden och som var upphovet till den finansiella turbulensen som inleddes för ett halvår sedan. Det återstår fortfarande en del problematiska subprimelån, men många ska läggas om inom det närmaste halvåret och då har man betat av huvuddelen av lånen. Man har kommit en längre bit på väg i korrigeringen och det pågår idag flera diskussioner om aktiv rekapitalisering av banker främst i USA, men även i andra delar av världen. I USA förefaller man ha kommit längre än i euroområdet på den fronten. De realekonomiska effekterna av den finansiella turbulensen är en lägre tillväxt i den aggregerade efterfrågan i såväl omvärlden som i Sverige. Det borde leda till en lägre inflation i världen, men inflationen har stigit både i Sverige och omvärlden till följd av kraftigt stigande energi- och livsmedelspriser. Oljepriset ligger nu högre jämfört med när prognosarbetet med den penningpolitiska uppföljningen inleddes och till detta ska alltså läggas höga livsmedelspriser.

Då tillväxten i världsekonomin sjunker samtidigt som inflationen stiger står ett antal länder inför ett inte särskilt angenämt val: Ska penningpolitiken fokusera på en sjunkande tillväxt eller på stigande inflation? Det val som görs får effekter på en liten öppen ekonomi som den svenska. Läget är nu därför annorlunda än för ett till två år sedan. Osäkerheten är nu större då det finns risk för större konjunktursvängningar vilket i sin tur kan påverka den svenska ekonomin och penningpolitiken. En intressant aspekt som kan noteras den allra senaste tiden är att marknadsförväntningarna på penningpolitiken skiftat upp både i USA och euroområdet. Detta indikerar att fler marknadsbedömare tror på en återhämtning och att fokus åtminstone i någon mån skiftat från riskerna för en försämrad tillväxt till risken för en stigande inflation.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** underströk den roll som omvärldsutvecklingen har för en liten öppen handelsberoende ekonomi som den svenska. Den reala utvecklingen i Sverige påverkas via handeln med omvärlden. De stigande globala olje- och livsmedelspriserna medför ökad inflation i omvärlden men innebär också internationella relativprisförändringar. Relativprisförändringarna sprids till den svenska ekonomin via handeln med omvärlden. Det är dock en viss skillnad mellan relativprisförändringar till förmån för vissa livsmedel och

råvaror i omvärlden och en bred inflation i omvärlden, det vill säga en uppgång i praktiskt taget alla internationella priser. En bred inflationsimpuls från omvärlden eller en permanent bred uppgång i omvärldsinflationen hindrar inte Riksbanken från att hålla den svenska inflationen under kontroll. Riksbanken kan nämligen föra en politik som medför att kronan stärks så att omvärldsinflationen uttryckt i kronor inte blir högre. Den globala inflationens effekter på den svenska ekonomin kan då stängas ute. Svensson höll dock med Ingves om att omvärldens penningpolitiska reaktion på omvärldsinflationen kan få reala konsekvenser i omvärlden för realräntor och produktion och därmed reala konsekvenser för den svenska ekonomin.

Ingves sammanfattade diskussionen med att den finansiella oron kvarstår. Den hanteras på olika sätt i olika regioner. Korrigeringen i den finansiella sektorn har nu pågått lite längre, även om den inte är klar. Tillväxten i USA och euroområdet har dämpats och prognoserna har justerats ned, men samtidigt har inflationen stigit. Osäkerheten om världsekonomis utveckling är större än tidigare. Detta innebär att utmaningarna för den svenska penningpolitiken också är större än tidigare. Om den globala efterfrågan viker mer än väntat eller om den globala inflationen stiger snabbare än väntat får det olika konsekvenser för den svenska penningpolitiken.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde med att föreslå att styrräntan lämnas oförändrad på 4,25 procent och att den penningpolitiska uppföljningen baseras på samma räntebana som vid februarimötet.

Öberg instämde i stora drag i den bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige som redovisas i den penningpolitiska uppföljningen och ville i sitt inlägg bara ta upp en fråga, nämligen riskbilden. Enligt hans uppfattning finns det en något högre sannolikhet för en höjning av styrräntan under året än för en sänkning. Inflationen mätt med KPI ligger över målet under hela prognosperioden, vilket i sig talar för en högre räntebana. Dessutom finns det uppåtrisker för inflationen.

Öberg menade att en uppåtrisk gäller den internationella inflationen, något han kommenterat tidigare. En högre inflation i omvärlden de närmaste åren skulle innebära att styrräntan i Sverige skulle behöva ligga på en högre nivå under en övergångsperiod för att motverka inflationsimpulserna från omvärlden. En sådan utveckling illustrerades i ett alternativt scenario i den penningpolitiska rapporten i februari.

En annan uppåtrisk är att inflationsuppgången i Sverige blir mer persistent än beräknat. Risken är att det som startade som prisökningar på energi, råvaror och livsmedel sprider sig till andra varor och tjänster.

Den höga inflationen kan påverka lönerna genom krav på kompensation för prisstegringar, även om det i dagsläget inte förefaller så troligt, menade Öberg. Löneökningarna var måttliga ifjol, även om de i någon mån kan vara underskattade. För i år finns bara lönestatistik för offentlig sektor för januari. En bättre bild av löneutvecklingen får vi när statistiken över lönerna i näringslivet för januari och februari publiceras i slutet av denna månad.

Öberg påpekade att ett problem i detta sammanhang är att inflationsförväntningarna ligger över inflationsmålet, även om de minskade något i de senaste mätningarna. Det gäller även inflationsförväntningarna på två och fem års sikt. Det är viktigt att inflationsförväntningarna inte fastnar på en högre nivå utan går ner mot inflationsmålet igen, menade Öberg.

Ett annat problem är enligt Öberg att analysen av utvecklingen av den underliggande inflationen i början av året försvåras av den ovanligt stora effekten av viktändringar i KPI i januari. Det gör att mått på underliggande inflation blir svårtolkade och att osäkerheten om utgångsläget är större än normalt. Han tyckte att det vore bra med en fördjupad analys av dessa problem till det penningpolitiska mötet i juli.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** konstaterade att inflationen i stort sett utvecklats i linje med prognosen i den penningpolitiska rapporten i februari. I mars var den, mätt med KPI, 3,4 procent, det vill säga en bra bit över målet på 2 procent. Ungefär en procentenhet av uppgången i KPI sammanhänger med de ökade räntekostnader för egnahem som följer av de räntehöjningar som Riksbanken genomfört de senaste två åren. Till en betydande del beror uppgången i inflationen också på snabba prisstegringar på världsmarknaden på energi och livsmedelsråvaror. Det är den främsta förklaringen till att inflationen under hösten 2007 mätt med KPI steg med drygt 1 ½ procentenhet på bara några månader. Effekterna på inflationstakten av sådana snabba prisimpulser går inte att motverka omedelbart med penningpolitik. Sådana svängningar är också mycket svåra att förutse och därför kan man inte räkna med att effekterna på inflationen helt kan undvikas, menade Rosenberg.

Rosenberg ställde sig frågan hur penningpolitiken ska reagera på sådana internationella prisimpulser. Hon menade att den svårighet som både Riksbanken och andra centralbanker nu har att hantera är att prishöjningarna på energi och livsmedelsråvaror å ena sidan sätter press uppåt på inflationen, å andra sidan dämpar tillväxten genom att kostnaderna stiger för företagen och köpkraften gröps ur för hushållen. En åtstramning av penningpolitiken bidrar då till att dämpa inflationen men ger samtidigt ytterligare press nedåt på den reala aktiviteten i ekonomin i ett läge när konjunkturen ändå mattas av. Med Riksbankens sätt att bedriva penningpolitik handlar det om att göra en avvägning mellan dessa effekter. Inflationen ska vara nära målet inom en tvåårsperiod samtidigt som inflationen och den reala ekonomin inte uppvisar alltför stora svängningar.

I praktiken är det här långt ifrån enkelt, menade Rosenberg. Det är inte så lätt att fånga alla de effekter som en prisökning på råvaror och livsmedel kan väntas ha på ekonomin. En svårighet är att bedöma hur varaktiga prisimpulserna kan väntas bli. Störningar till inflationen som endast väntas vara tillfälliga behöver inte motverkas med penningpolitik. Prognosen nu liksom i februari bygger på att prishöjningarna på energi och livsmedel är delvis tillfälliga och inte väntas fortsätta i samma takt framöver. Men detta är naturligtvis osäkert. Ett skäl till de snabba prishöjningarna på energi och livsmedel är en stark konsumtionsefterfrågan särskilt från utvecklingsländer i takt med att deras köpkraft ökar. Ett annat skäl är ökad användning av vissa livsmedelsråvaror för produktion av biobränslen. Det är svårt att avgöra hur varaktiga dessa effekter kommer att bli. Om de internationella prisimpulserna blir starkare och mer varaktiga än beräknat blir också inflationen högre. Men det är enligt Rosenberg inte heller uteslutet att de internationella prisstegringarna dämpas snabbare än väntat så att också inflationen kommer ned snabbare. Det kan bli fallet om den internationella konjunkturen bromsar in kraftigare än väntat. Båda dessa riskscenarier har det pekats på i tidigare rapporter. Det finns också en del som talar för att priserna på energi

och råvaror på senare tid har drivits på av ett ökat intresse på de finansiella marknaderna för att göra portföljplaceringar i energi och råvaror. Om förväntningarna på framtida avkastning på sådana placeringar slår om kan det bidra till en snabbare inbromsning i prisutvecklingen på dessa varor och därmed också så småningom i inflationen i konsumentledet. Allt detta visar enligt Rosenberg på en stor osäkerhet kring varaktigheten i prisimpulserna.

Rosenberg påpekade vidare att oavsett om internationella prisimpulser i sig blir tillfälliga eller varaktiga så är det viktigt att de inte genom andrahandseffekter och effekter på inflationsförväntningarna tillåts driva upp inflationen permanent. Risker för det har ökat genom att inflationsförväntningarna stigit under hösten. Visserligen har en marginell förskjutning nedåt av förväntningarna skett enligt Prosperas enkät i april och en något större justering ned av hushållens inflationsförväntningar skedde enligt Konjunkturinstitutets hushållsbarometer i mars. Men fortfarande ligger förväntningarna särskilt på längre sikt väl högt. Detta i kombination med att inflationen kan väntas överstiga målet ett bra tag framöver och att tillväxten fortfarande är ganska god talar för att reporäntan idag lämnas oförändrad, sade Rosenberg och förordade ett sådant beslut. Hon menade också att läget talar för att räntan kan behöva ligga kvar på nuvarande nivå ett tag.

Samtidigt påpekade Rosenberg att tillväxten i BNP och sysselsättningen nu väntas bli något lägre nästa år än i prognosen i huvudscenariot i februari. Hushållen har under det senaste halvåret blivit alltmer pessimistiska om utvecklingen i svensk ekonomi och arbetslösheten och i viss mån också om den egna ekonomin. Ökningstakten i detaljhandelsförsäljningen har också dämpats och det talar för att hushållen har blivit lite mer återhållsamma med sin konsumtion. Utvecklingen på arbetsmarknaden är också viktig för hushållens konsumtionsvilja och det har kommit en del tecken på att den är på väg att kylas ned. Till exempel har nyanmälda lediga platser fallit tillbaka påtagligt även om nivån fortfarande är hög. Anställningsplanerna i konjunkturbarometern pekar också i många fall nedåt.

Rosenberg sade också att hon, liksom i februari, tror att den svaga produktivitetstillväxten talar för att företagets efterfrågan på arbetskraft kommer att dämpas. Detta kan komma att bidra till att takten i lönestegringarna hålls tillbaka även i fortsättningen. Med hänsyn till detta och de risker för en svagare utveckling till följd av den finansiella oron och dämpningen av tillväxten i omvärlden kunde dock Rosenberg inte utesluta att räntan kan komma att behöva sänkas senare under prognosperioden.

Riksbankschef **Stefan Ingves** underströk att det nu råder en större osäkerhet än tidigare om den internationella utvecklingen. Till det kan läggas att det allmänt brukar vara svårare att göra bedömningar vid vändpunkter i konjunkturen.

Resursutnyttjandet är i utgångsläget högre än normalt, men konjunkturtoppen har passerats och en lägre tillväxt framöver medför att resursutnyttjandet sjunker vilket förväntas dämpa inflationen.

Men utlåningen till både företag och hushåll är fortsatt hög. Inflationsförväntningarna ligger över inflationsmålet även om de sjunkit lite den senaste tiden. Om inte den idag mycket svaga produktivitetstillväxten ökar så stiger enhetsarbetskostnaderna så småningom. Detta är uppåtrisker som kan förlänga perioden med en inflation över målet och kan leda till högre ränta.

Vad gäller penningpolitiken bör man beakta att den finansiella oron i sig har en åtstramande effekt. Ökade räntespreadar innebär i praktiken en viss räntehöjning utan att

penningpolitiken ändrats. I realränteterminer, det vill säga om man tar hänsyn till inflationsförväntningarna, är penningpolitiken dock inte särskilt åtstramande.

Det gäller att väga uppåtriskerna med inflationen i termer av stigande energi- och livsmedelspriser mot nedåtriskerna i termer av dämpningen av världskonjunkturen. Sammantaget är det inte läge att nu ändra räntan eller räntebanan. Räntebanan återspeglar väl beslutsläget med de uppåt- och nedåtrisker som finns. Mycket har förvisso hänt sedan det senaste penningpolitiska mötet, men den samlade bilden har ändå inte förändrats. Räntebanan som den nu ser ut är lämplig för att den också ger växelkursen ett visst stöd och utgör därmed en motvikt mot inflationsimpulser utifrån i form av importpriser. Det är alltså viktigt att räntenivån inte blir för låg i förhållande till omvärlden och den befintliga räntebanan ligger väl till i det avseendet. Det ska dock understrykas att det är kroniskt svårt att sia något om den kommande växelkursutvecklingen.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** anslöt sig till den bild av inflationsutvecklingen som målats upp av Irma Rosenberg. Prognosen för svensk BNP pekar på en lite starkare tillväxt i år och den milda svacka som förutspås för nästa år är enligt Wickman-Parak en naturlig följd av utvecklingen i omvärlden.

Det finns vissa tecken på att inflationstrycket kan dämpas framöver. Även om det fortfarande är bra fart på arbetsmarknaden så har antalet lediga platser precis börjat falla och KI-barometern visar att anställningsplanerna har dämpats. Resursutnyttjandet tycks också snabbt röra sig ned mot normal nivå. Wickman-Parak hänvisade också till Stefan Ingves påpekande att den starkare kronkursen verkar återhållande på inflationen. Dessutom pekade hon på att enhetsarbetskostnaderna blir lite högre i år än vad som förutsågs i februarirapporten men lägre nästa år och att Riksbankens prognoser nu indikerar att enhetsarbetskostnaderna väntas öka något mindre över prognosperioden som helhet än vad som angavs i februarirapporten.

Wickman-Parak pekade på att det finns risker för att konjunkturen utvecklas betydligt sämre i omvärlden med konsekvenser för tillväxt och inflation här hemma. I det sammanhanget är det dock värt att lyfta fram en positiv faktor i svensk ekonomi som kan fungera som en stötdämpare. Det är att de svenska hushållen befinner sig i en stark position. De fick goda inkomstförstärkningar förra året. De disponibla inkomsterna ökade då med cirka 4 procent och beräknas öka med cirka 2 procent de kommande åren. Sparandet är högt i utgångsläget och hushållen har visserligen blivit mer pessimistiska när det gäller svensk ekonomi men förväntningarna om den egna ekonomin är fortfarande på en relativt hög nivå. Att hushållen fortsätter att låna – ökningstakten har visserligen kommit ned något men ligger fortfarande högt på 11 procent per år – tyder också på att hushållen inte är alltför oroliga för sin framtid. Till skillnad från i USA har de svenska hushållen inte heller behövt se sin husförmögenhet eroderas.

Wickman-Parak konstaterade vidare att det vi nu vet om inflationen är att den är hög och ligger över målet, att kostnadstrycket fortfarande är högt även om det ser ut att bli något lägre än i den prognos som lämnades i föregående rapport, och att oljepriset har ökat mer än väntat. Priserna på varaktiga konsumtionsvaror i producentledet har stigit kontinuerligt från början av förra året. Väger man samman hemmamarknadspriser och importpriser för dessa varor ökar de nu med nästan 6 procent. I vilken utsträckning det sipprar ut i konsumentledet är osäkert men det är ett tecken som är värt att beakta.

Beträffande osäkerheten kring inflationsbilden nämnde Wickman-Parak att produktiviteten kanske inte återhämtar sig som beräknat vilket i så fall för med sig att enhetsarbetskostnaderna ökar mer än väntat. Det har också blivit nödvändigt att justera upp prognosen för oljepriset flera gånger och det kan finnas en risk för att det måste upprepas. Dessutom kanske stegringen i livsmedelspriserna inte dämpas på det sätt som antagits och omvärldsinflationen kan generellt komma att stiga mer framöver.

Wickman-Parak förklarade att hon är väl medveten om riskerna på nedsidan när det gäller den internationella konjunkturen och de effekter det kan få också på den svenska konjunkturen. Dessa risker uppvägs emellertid av det vi redan vet om inflationen och de risker som kan finnas på uppsidan. Wickman-Parak förklarade därför att hennes slutsats var att hon ställer sig bakom att hålla kvar räntan på 4,25 procent. Hon ställer sig också bakom den räntebana som presenteras i den penningpolitiska uppföljningen. Om riskerna för en högre inflation manifesteras, finns det anledning att justera banan uppåt och om riskerna för en lägre tillväxt manifesteras får man justera banan nedåt, men Wickman-Parak fann inte tiden mogen att i nuläget ta steget och justera banan i den ena eller andra riktningen.

Wickman-Parak konstaterade avslutningsvis att Riksbanken visserligen har en svår avvägning att göra men ändå är i en förhållandevis gynnsam situation med tanke på den goda svenska tillväxten.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** pekade på att med samma reporäntebana som i februari så visar Riksbankens prognoser på att resursutnyttjandet fortfarande är högt men faller tillbaka mot en mer normal nivå. Inflationen är också hög men faller tillbaka mot målet på ett par års sikt.

Inflationsförväntningarna är enligt Prospera marginellt lägre än i februari men fortfarande höga. De är dock knappast onormalt höga jämfört med hur de brukar förhålla sig till faktisk inflation. Det visar sig nämligen att i en regression av inflationsförväntningarna på faktisk inflation så är residualen i nuläget nära noll. Residualerna i sådana regressioner kan i viss utsträckning tolkas som uttryck för penningpolitikens trovärdighet. Svensson förklarade att han vid det förra penningpolitiska mötet i februari kände en större oro kring inflationsförväntningarna än nu. Han förklarade att det vore intressant att framöver ytterligare studera inflationsförväntningarnas bestämningsfaktorer.

Svensson förklarade att reporäntebanan nu kan approximeras med en konstant reporänta på 4,25 procent, som kan vara en rimlig långsiktig nivå på den nominella reporäntan. Den reala reporäntan är ju den nominella reporäntan minus inflationsförväntningarna. Med en långsiktig nivå på inflation och inflationsförväntningar på 2 procent skulle 4,25 procent för den nominella reporäntan motsvara 2,25 procent för den reala reporäntan, vilket kan vara ett rimligt långsiktigt genomsnitt.

Svensson hävdade vidare att det är reala räntor och inte nominella räntor som spelar roll för ekonomiska aktörers beslut och penningpolitikens effekt på realekonomin. Eftersom inflation och inflationsförväntningar för närvarande ligger över 2 procent och gradvis närmar sig 2 procent ovanifrån så medför detta att den reala reporäntan nu ligger en bra bit under 2,25 procent, nästan nere på 1,25 procent, och att banan för den reala reporäntan långsamt stiger upp mot 2,25 procent. Realreporäntebanan indikerar alltså att penningpolitiken för närvarande är något expansiv. Å andra sidan har ju spreaden mellan de räntor som hushåll och företag möter och reporäntan ökat något sedan i februari. Dessutom bör egentligen

realreporäntebanan jämföras med prognosen för den så kallade neutrala realräntan, neutralräntebanan. Denna beror ju bland annat på prognosen för tillväxten i potentiell produktion. Svensson uttryckte en förhoppning om att Riksbankens analysmetoder kommer att utvecklas och tillåta att dessa realräntebanor så småningom diskuteras vid framtida penningpolitiska möten.

För närvarande diskuteras ju penningpolitiken mest utifrån olika nominalräntebanor men man skulle alltså kunna hävda att realräntebanor är mer fundamentala och mer informativa. Skulle man till exempel välja att hålla fast vid en viss realräntebana så skulle detta innebära att nominalräntan borde skiftas upp ett till ett med ökade inflationsförväntningar.

Sammantaget ansåg Svensson att prognosen för inflation och realekonomi ser någorlunda bra ut med oförändrad reporänta och ville således stödja förslaget om oförändrad reporänta och oförändrad reporäntebana jämfört med i februari. Han betonade vidare att Riksbankens reporäntebana är en bana för väntevärdet av den framtida reporäntan. Den framtida reporäntan är osäker, vilket ju illustreras med betydande osäkerhetsintervall runt väntevärdesbanan. Framtida reporäntor kan alltså bli både högre och lägre än reporäntebanan, beroende på hur prognosen för inflation och resursutnyttjande ser ut då. Sannolikheten nu för att framtida reporäntor kommer att stämma överens med nuvarande väntevärdesbana är mycket liten. Att reporäntebanan lämnas oförändrad denna gång betyder alltså inte att reporäntan nödvändigtvis kommer att vara oförändrad framledes.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** poängterade att bankerna i Sverige i stort sett undvikit att placera både i amerikanska bostadslån av tvivelaktig kvalitet och i olika former av strukturerade produkter som varit svåra att värdera i marknaden. Den svenska dagslånemarknaden har också fungerat utan störningar, det vill säga bankerna har fortsatt att som vanligt låna till varandra över natten utan säkerheter. Tillsammans har detta bidragit till att bankerna kunnat åtnjuta fortsatt förtroende på den internationella marknaden, trots att de alla är beroende av extern finansiering. Men priset på finansieringen har naturligtvis stigit i takt med att priset på risk ökat på världsmarknaden. När bankerna gradvis för över de stigande finansieringskostnaderna till kunderna i form av högre räntor får det en åtstramande effekt på ekonomin på samma sätt som en höjning av reporäntan.

Nyberg noterade vidare att vi i Sverige inte har sett några tecken på kreditåtstramning annat än de villkorsförändringar för utlåningen som är normala i ett marknadsläge som det nuvarande. De svenska bankerna har inte någon brist på kapital som skulle kunna motivera en ren kreditåtstramning.

Nyberg pekade på att alla orosmoln till trots har den svenska ekonomin fortsatt att utvecklas positivt, i år till och med något starkare än förväntat. Hushållen har blivit mer oroliga för landets ekonomi, men fortsätter uppenbarligen att ha förtroende för den egna. Konsumtionstillväxten är i stort sett oförändrad och tillväxten i bankernas utlåning är tvåsiffrig. Bostadspriserna har dock planat ut och på sina håll till och med fallit under detta år. Industrins orderstockar och försäljning pekar inte mot någon snabb nedgång och kostnadstrycket är oförändrat högt. Det ser inte ut som om arbetskostnaderna per producerad enhet skulle falla förrän under nästa år. Det betyder att konjunktturnedgången är något skjuten på framtiden jämfört med den prognos som förelåg i februari.

Den fallande tillväxten i omvärlden, i huvudsak relaterad till finanskrisen, gör dock att nästa år ser sämre ut än vad som tidigare förväntats. Eftersom balansräkningarna är starka både i

hushåll och i företag finns det dock enligt Nyberg anledning att hoppas att inbromsningen blir mjuk. Vi har goda ekonomiska buffertar och dessutom kommer finanspolitiken att ge större bidrag än tidigare beräknats, sade Nyberg.

Nyberg kunde inte mot den samlade internationella och svenska bakgrunden se någon anledning att förändra vare sig reporäntan eller räntebanan. Han menade att en något sämre tillväxt under nästa år balanseras av en ökad oro för hur inflationen kommer att utvecklas till följd av i första hand internationellt bestämda faktorer, men även av det inhemska kostnadstrycket. Men eftersom stor osäkerhet råder om hur långvarig den finansiella krisen blir och vilken real påverkan den i slutändan får på världsekonomin så ansåg Nyberg att det är långt ifrån omöjligt att utvecklingen tar en sämre vändning. Om så blir fallet kan det enligt Nyberg finnas anledning att vid mötet i juni ompröva synen på räntebanan.

Nyberg höll vidare med Öberg om att det är svårt att veta om prisökningarna för energi och livsmedel ska betraktas som övergående eller om de riskerar att sprida sig och mer varaktigt påverka den underliggande inflationen.

Barbro Wickman-Parak förklarade sig benägen att hålla med Nyberg om vikten av att vara på sin vakt mot inflationseffekterna av stegringarna i energi- och livsmedelspriser. Hon menade att man ofta får höra inflationssiffror som justerats på olika sätt men att när hushållen ser att de priser de faktiskt möter stiger snabbt så ändrar de sina inflationsförväntningar därefter.

Vidare påminde hon om att inflationsförväntningarna fortfarande ligger på en hög nivå och att när vi närmar oss nästa avtalsrörelse så är det viktigt att inflationsförväntningarna är på plats. Annars kan det uppstå problematiska spiraleffekter då löntagarna kan komma att kräva kompensation för stigande priser.

Svante Öberg klargjorde att det inte bara var olje- och livsmedelspriser han syftade på i sitt tidigare inlägg om behovet av en tydligare bild av den underliggande inflationen, utan också betydelsen av tekniska faktorer som viktförändringar i KPI och den systematiska skillnaden mellan KPI och KPIX. Han illustrerade detta med att i ett räkneexempel utifrån den faktiska inflationen på i nuläget 3,4 procent räkna fram den underliggande inflationen. De extraordinära effekterna av viktändringar i KPI i januari innebär förmodligen att man bör lägga på 0,3 procentenheter och hamnar då på 3,7 procent. Av denna ökning svarade ränteförändring för 0,7 procentenheter. Ränteförändringen beror i huvudsak på reporäntebeslut, men den påverkas också i någon mån av marginalen mellan reporäntan och bankernas korta utlåningsränta och av förändringar i långa räntor. Här kan man notera att skillnaden mellan KPI och KPIX var 1,1 procentenheter i mars och således inkluderade mer än Riksbankens räntehöjningar, bland annat effekten av stigande fastighetspriser och förändringar i indirekta skatter och subventioner. Drar man bort effekten av räntehöjningarna kommer man således ned till 3,0 procent. Drar man också av skillnaden i inflation med och utan energi (0,3 procentenheter) och livsmedel (1,0 procentenheter) så hamnar man på 1,7 procent i underliggande inflation. Inflationen mätt med KPIX exklusive energi och livsmedel var emellertid bara 1,0 procent i mars. Det spelar roll om den underliggande inflationen i nuläget är 1,0 eller drygt 1,7 procent. Öberg poängterade behovet av närmare analyser av detta framöver.

Stefan Ingves påtalade att erfarenheterna från oljekriserna på 1970-talet inte var uppbyggliga. Även om ekonomins funktionssätt har förändrats och oljeberoendet minskat betydligt sedan dess kan det vara av värde att återkomma till hur oljeprisökningarna då slog igenom i inflationen.

Lars E.O. Svensson anknöt till Stefan Ingves tidigare iakttagelse om erfarenheterna av inflationen i samband med 1970-talets oljeprisökningar. Han påpekade att oljepriset har stigit under en längre tid och att vi den här gången sett betydligt mindre effekter på tillväxt och inflation, bland annat på grund av penningpolitikens ökade trovärdighet och hur den bedrivits denna gång. Apropå penningpolitikens trovärdighet såg han med tillfredsställelse på den inledningsvis förevisade bilden av hur de svenska terminsräntekurvorna alltmer närmat sig Riksbankens reporäntebana. Det bästa vore att terminsräntekurvorna anpassade sig fullständigt till reporäntebanan.

Svante Öberg menade att det finns en risk för att inflationen ligger kvar på en hög nivå även om tillväxten mattas. Persistensen i inflationen är något som det vore bra att närmare analysera. Det finns också internationella studier på detta som man kan dra nytta av.

Lars E.O. Svensson påpekade på nytt att residualerna från en regressionsanalys av inflationsförväntningarnas beroende på faktisk inflation kan ge en intressant bild av trovärdigheten i Riksbankens penningpolitik. Om vi börjar se att residualerna blir positiva, det vill säga att inflationsförväntningarna börjar bli högre än det normala beroendet av faktisk inflation, måste vi vara på vår vakt. Dessutom kan en lägre regressionskoefficient, det vill säga ett mindre beroende av inflationsförväntningarna på faktisk inflation, i sig också tolkas som bättre trovärdighet. Det vore som sagt intressant och värdefullt med en fördjupad analys av inflationsförväntningarnas bestämningsfaktorer, inklusive faktisk inflation, och ett införlivande av resultaten av en sådan analys i framtida penningpolitiska beslutsunderlag.

Svante Öberg höll med Svensson om att inflationsförväntningar i hög grad förklaras av den faktiska inflationen. Det intressanta är om inflationsförväntningarna sjunker framöver när inflationen gör det. Om det inte sker är det olyckligt.

Stefan Ingves sammanfattade den penningpolitiska diskussionen. Oron på de globala finansiella marknaderna har fortsatt sedan det penningpolitiska mötet i februari. Det har bidragit till att hushållens och företagens förväntningar på framtiden har dämpats i många länder. Samtidigt har priserna på energi och livsmedel ökat oväntat mycket vilket minskat konsumtionsutrymmet och ökat inflationen. Sammantaget gör det att konjunkturen i omvärlden utvecklas svagare.

Konjunkturen är fortfarande god i Sverige med en hög tillväxt i konsumtion och sysselsättning. Även exporten har utvecklats väl. Den svagare utvecklingen i omvärlden bidrar dock till att svensk ekonomi mattas av. Stigande energi- och livsmedelspriser gör att inflationen också i Sverige är hög och väntas bli något högre nästa år än vad prognosen visade i februari.

Synen på hur reporäntan kommer att utvecklas framöver är densamma som i februari. Reporäntan förväntas ligga kvar på 4,25 procent under prognosperioden. Riksbanken har som tidigare att ta hänsyn till olika motverkande faktorer. Å ena sidan är inflationen fortsatt hög liksom inflationsförväntningarna. Å andra sidan kommer den allt svagare utvecklingen i

omvärlden att få effekter på den svenska tillväxten och inflationen. Osäkerheten om de framtida konjunktur- och inflationsutsikterna är stor. Reporäntebanan är en prognos och inte ett löfte. Hur penningpolitiken kommer att utvecklas framöver beror på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden konstaterade att det förelåg ett förslag om att lämna reporäntan oförändrad på 4,25 procent.

Direktionen beslutade enhälligt

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen den 23 april 2008 kl 9:30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 4,25 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 30 april 2008,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 5,00 procent respektive inlåningsräntan på 3,50 procent med tillämpning från onsdagen den 30 april 2008,
- att onsdagen den 23 april 2008 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 15 2008, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 7 maj kl 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

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