



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 7

DATUM: 2008-07-02

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

Carl-Johan Belfrage
Claes Berg
Lars Frisell
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Karolina Holmberg
Ann-Christine Högberg
Martin W Johansson (§1)
Magnus Karlsson (§1)
Pernilla Meyersson
Christina Nyman
Britta von Schoultz
Åsa Sydén
Sara Tägtström
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

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

Anders Vredin, chef för avdelningen för penningpolitik, lade fram underlag till direktionens diskussion i form av utkast till penningpolitisk rapport. Han noterade inledningsvis att förutsättningarna för underlaget i form av en omvärldsbild och alternativa scenarier hade presenterats av avdelningen för penningpolitik och diskuterats vid ett möte den 29 maj. På möten den 16 och 17 juni presenterades och diskuterades en nulägesbeskrivning av svensk

ekonomi och förslag på prognoser samt fördjupningar. På direktionsmötena den 23 och 27 juni bordlades prognoser och texter.

Sedan det senaste penningpolitiska mötet i april har oron på de finansiella marknaderna fortsatt. Oljepriset har fortsatt att stiga snabbt och är nu betydligt högre än vad som antogs i april. Uppgången är också större än vad som skisserades i det alternativscenariot som fanns med i den penningpolitiska rapporten i februari. Inflationen i omvärlden har blivit högre än väntat. I takt med att inflationen har stigit har också marknadens förväntningar om centralbankernas styrräntor skiftat uppåt. Den ökade inflationsoron och förväntningar om kommande styrräntehöjningar har bidragit till en nedgång på aktiebörserna runt om i världen. Tillväxten under det första kvartalet i år var dock starkare än väntat i såväl USA som i euroområdet. Det finns ändå skäl att förvänta sig en svagare tillväxt framöver. Den högre inflationen gör att hushållens konsumtionsutrymme beräknas krympa mer än vad som tidigare antagits. Indikatorer visar också att hushållen blivit alltmer pessimistiska om utvecklingen framöver. Sammantaget bedöms tillväxten i omvärlden utvecklas något svagare i år och framförallt under nästa år jämfört med tidigare prognoser.

I Sverige var BNP-utfallet för första kvartalet i år något svagare än väntat. Samtidigt har hushållen blivit mer pessimistiska om framtiden under våren. Sysselsättningen och antalet arbetade timmar har fortsatt att utvecklas starkt men det finns tydliga tecken på en dämpning på arbetsmarknaden i form av fler varsel och färre lediga platser. Inflationen i maj var högre än väntat och har liksom i omvärlden drivits av stigande energi- och livsmedelspriser. Det är dock svårt att se något ökat inflationstryck från arbetskostnaderna. Inflationsförväntningarna har stigit något sedan i april, enligt Prosperas enkätundersökning, och är högre än Riksbankens inflationsprognos i huvudscenariot på två och högre än målet på fem års sikt. Utlåningen till svenska hushåll har fortsatt att öka i snabb takt. Avmattningen på bostadsmarknaden och stigande räntor talar dock för en dämpning i utlåningen framöver.

Bedömningen av tillväxten i Sverige har reviderats ned samtidigt som inflationen har reviderats upp jämfört med i april. Utnyttjandet av ekonomins resurser bedöms vara högre än normalt i nuläget. Under det kommande året bedöms resursutnyttjandet sjunka relativt snabbt för att därefter stabiliseras runt en normal nivå. Inflationen förväntas fortsätta att stiga och förbli hög under resten av året och även under en stor del av 2009. Inflationen väntas vara nära målet på 2 procent först under 2010. Prognoserna bygger på att reporäntan höjs från 4,25 procent till omkring 5 procent mot slutet av detta år.

Magnus Karlsson från avdelningen för penningpolitik redovisade därefter utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det föregående direktionsmötet den 27 juni. Förnyad kredit- och tillväxtoro har tillsammans med det höga oljepriset lett till fallande börskurser runt om i världen. I Sverige har börskurserna fallit med cirka 4 procent sedan den 27 juni. Både de korta och långa räntorna har stigit i Sverige, euroområdet och Storbritannien. I euroområdet har uppgången i räntor drivits av att utfallet för inflationen i maj var högre än vad de finansiella marknaderna hade väntat sig. Det har i sin tur dragit med sig även de svenska räntorna. I USA noteras däremot en viss nedgång i räntorna till följd av börsoron samt att de penningpolitiska förväntningarna dragits ned något efter Federal Reserves beslut att lämna styrräntan oförändrad den 25 juni. Kronan har försvagats något mot euron och i handelsvägda termer. Preliminär statistik för arbetskraftskostnaderna i april var i linje med Riksbankens prognos medan detaljhandelsstatistiken för maj kom in något lägre än väntat.

Enligt enkätundersökningar råder det stor enighet bland marknadsaktörerna om att Riksbanken ska höja reporäntan med 0,25 procentenheter och revidera upp reporäntebanan något. Den finansiella marknadens penningpolitiska förväntningar som de kommer till uttryck i de implicita terminsräntorna indikerar höjningar av reporäntan framöver, men dessa förväntningar är dock lägre än reporänteprognosen i rapportens huvudscenario. Dessa beräkningar är dock känsliga för antaganden om den del av terminsräntorna som utgör riskpremier och inte hänger samman med förväntad reporänta.

Avslutningsvis föredrog Martin W Johansson från avdelningen för finansiell stabilitet hur de svenska bolåneräntorna utvecklats och om det går att spåra någon ytterligare åtstramning utöver penningpolitiken. De rörliga räntorna på bolån som hushållen möter har stigit sedan i april, främst till följd av att de penningpolitiska förväntningarna skiftat upp. Liksom kreditspreadarna har även bankernas marginaler på korta lån till hushållen varit stabila sedan i april. Det har därmed inte skett någon åtstramning utöver penningpolitiken sedan dess. Bankernas historiskt låga marginaler talar dock för att det finns anledning att tro på en ytterligare åtstramningseffekt framöver.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde diskussionen med att konstatera att oron på de internationella finansiella marknaderna har fortsatt sedan det senaste penningpolitiska mötet i april. Det är ännu svårt att se några tecken på den gradvisa förbättring som borde komma när kreditförlusterna successivt kommit till ytan och kreditinstituten lyckas fylla på med nytt kapital. Hittills tyder uppskattningar på att förluster på 400 miljarder dollar realiserats och att 320 miljarder dollar har tillförts i nytt kapital. Men det har inte räckt för att återställa förtroendet på interbankmarknaden. ECB och centralbankerna i USA och Storbritannien har fortsatt att förse marknaden med lån till längre löptider och mot sämre säkerheter än man tidigare gjort. Här syns ingen återgång till normala förhållanden. Marknaden är alltså orolig och känslig för alla dåliga nyheter.

Vinterns oro för en akut likviditetskris har emellertid i stor utsträckning ersatts med en oro för vad en snabbt stigande inflation kan föra med sig i form av stigande räntor och snabbare konjunkturedgång än väntat med nya kreditförluster i bankerna som följd. Tecken saknas inte. I USA har bostadsmarknaden ännu inte bottnat och stigande förluster väntas inom den kommersiella fastighetssektorn. I Storbritannien faller också fastighetspriserna – de kommersiella fastigheterna har sjunkit i värde med 25 procent på bara ett halvår. Brittiska bostadslåneinstitut, liksom irländska och spanska, har svårigheter att finansiera sig till rimliga priser på obligationsmarknaden. Det förefaller fortfarande vara långt kvar till normala förhållanden på de finansiella marknaderna i världen.

I vårt närområde är det framförallt utvecklingen i Estland och Lettland som blivit sämre än väntat. Tillväxten har fallit kraftigt – i Estland har den nästan avstannat – samtidigt som inflationen är tvåsiffrig och bytesbalansunderskotten betydande. Bostadspriserna i Lettland har fallit med närmare 40 procent realt under det senaste året. För Estland är motsvarande siffra drygt 6 procent.

Svenska banker står för närmare 90 procent av banksystemet i Estland och för cirka 50 procent av det lettiska. En kraftig konjunkturedgång i de baltiska länderna med tillhörande ökning i bankernas kreditförluster påverkar därmed de svenska banker som bedriver

verksamhet där. Även om utlåningen i dessa länder samlat bara står för 10-15 procent av de svenska bankernas totala utlåning har oron för utvecklingen redan lett till fallande aktiekurser och kreditomdömen för de berörda svenska bankerna. I förlängningen leder detta till högre upplåningskostnader på de internationella marknaderna för de svenska bankerna, kostnader som så småningom drabbar svenska låntagare i form av högre låneräntor. En sämre utveckling i de baltiska länderna riskerar alltså att få konkreta effekter även för svenska låntagare.

De svenska bankerna har ju annars inte påverkats av den finansiella krisen på mycket annat sätt än att deras upplåningskostnader ökat i takt med att investerare runt om i världen velat ha högre ersättning för den kreditrisk de tar. De svenska bankerna har klarat sig bättre än de flesta andra. Men de betalar ändå cirka 0,5 procentenheter mer för sin upplåning i förhållande till statspappersräntan än vad de gjorde för ett år sedan. Skillnaden kan ses som en extra åtstramning utöver penningpolitiken, en åtstramning som speglar att priset på finansiell risk ökat. För låntagarna är naturligtvis räntehöjningarna lika kännbara var de än kommer ifrån. Ett enkelt räkneexempel visar att en husägare med ett lån på 1,5 miljoner kronor och räntejustering var tredje månad idag betalar drygt 1300 kronor mer i månaden före skatt än för ett år sedan. Och då har bankerna och bostadsinstituten ännu inte fört över hela sin ökade finansieringskostnad till låntagarna. Det är alltså inte osannolikt att vi framöver får se ytterligare ökning av bolåneräntorna utöver de som betingas av en stigande reporänta.

Riksbankschef **Stefan Ingves** poängterade att trots alla diskussioner om finansiell oro och stigande oljepris är världstillväxten fortfarande förhållandevis god även om den har gått ned i handelsvägda termer. Det senare har förstås betydelse för den svenska konjunkturen. Samtidigt stiger den globala inflationen och åtminstone i OECD-länderna skapar det här en penningpolitisk beslutssituation lik vår egen, det vill säga stigande inflation i kombination med fallande tillväxt.

Detsamma är fallet för USA. Men för några år sedan pratades det om att det fanns ett behov av en anpassning i USA. De finansiella obalanserna måste rättas till både nationellt, genom att lösa bolånekrisen och öka sparandet, och gentemot omvärlden i form av ett minskande bytesbalansunderskott. De här båda anpassningsprocesserna sker nu, låt vara att denna anpassning av de globala obalanserna så här långt blivit mer dramatisk än vad de flesta föreställt sig.

Europa står inför samma avvägningsproblem som vi själva med högre inflation än på länge samtidigt som konjunkturen viker. Även i Asien ökar inflationshotet när tillväxten är fortsatt hög samtidigt som flera länders knytning av sina växelkurser till dollarn skapar ett extra inflationstryck utöver det som kommer från exempelvis det höga oljepriset.

Oljepriset är nu cirka 40 dollar högre än i april-prognosen. Det leder till ett höjt inflationstryck i stora delar av världen. Eftersom både utbudet och efterfrågan på olja är förhållandevis trögörliga på kort sikt kommer förmågan att hantera stora relativprisförändringar globalt att vara avgörande för i vilken mån den ekonomiska anpassningen till oljeprisuppgången blir mer framgångsrik nu än tidigare. Ingves menade att vi nog kommer att få se att resultatet skiljer sig ganska mycket åt mellan olika länder beroende på om dessa låter relativprisförändringar slå igenom eller inte. Olika syn på behovet att avveckla energisubventionerna kan här komma att spela en avgörande roll. Ju

större subventioner desto större är risken för ekonomisk och social oro längre fram när dessa blir kostsamma och kanske måste avvecklas.

Livsmedelspriserna kan även framöver väntas utgöra en källa till oro. Utbudet kan visserligen sannolikt ökas men samtidigt är energi en viktig insatsvara i produktionen av livsmedel. Det gör det svårt att föreställa sig en snabb återgång till tidigare prisnivåer. Handelshinder försvårar också anpassningen. Priserna på järn, stål och kol har också stigit kraftigt till följd av ökad global efterfrågan. Det kan bidra till att spä på inflationen ytterligare eftersom dessa prisökningar påverkar både kostnaden för att producera energi och industriprodukter.

Ingves hänvisade till Lars Nybergs inlägg om den finansiella oron, som ju nu snart har ettårsjubileum. Ingves höll med om att problemen alltså kvarstår. Samtidigt menade han att det så här långt inte finns anledning att, utöver tillväxteffekten, ta särskild hänsyn till den finansiella oron när det gäller utformningen av den svenska penningpolitiken. De problem som uppstår till följd av oron måste hanteras på annat sätt.

Sammantaget pekar den globala utvecklingen mot ett läge med större osäkerhet och sannolikt större svängningar än tidigare. Det är inte uppenbart vad det betyder för svensk penningpolitik men Riksbanken måste vara beredd att agera snabbt om den globala bilden förändras. Med en flytande växelkurs kan man till en viss del skydda sig ifrån inflationsimpulser utifrån. För att det ska ske krävs en trovärdig penningpolitik och en räntenivå som visar att bekämpningen av inflationen tas på största allvar. Ingves förtydligade att det inte ska tolkas som att han har någon särskild nivå i åtanke för växelkursen men att det givetvis är värdefullt om kronan stärks så att inflationsimpulserna från omvärlden motverkas.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** förklarade att hon instämde med mycket av det som redan sagts och att hon därför tänkte begränsa sig till att ta upp utvecklingen i USA. Hon inledde med att påminna om att hon tidigare tillhört dem som varit mer optimistiska om den amerikanska utvecklingen. Hon konstaterade emellertid att det fortfarande ser mörkt ut i USA-ekonomin. Som Lars Nyberg nämnt har bostadsmarknaden ännu inte bottnat. Husförsäljningen visar visserligen tecken på att ha stabiliserats på en låg nivå. Men det lär dröja ett antal månader innan det går att skönja en vändning.

De finanspolitiska stimulanserna har börjat sjösättas i och med att första omgången av skatterabattcheckarna skickats ut. Det verkar ha haft en effekt på hushållens konsumtion som ökade mer än väntat i maj. Men å andra sidan har konsumentförtroendet rasat ytterligare sedan i april och är nu nere på nivåer som vi inte sett sedan recessionen i början på 1990-talet. Det gäller inte bara omdömet om nuläget utan även förväntningarna om framtiden. Konsumentförtroende är inte alltid en bra indikator på vad som ska ske men när kraftiga ras inträffar är det något som är värt att fästa uppmärksamheten på. Även synen på arbetsmarknaden har fortsatt att försämrats. Och det är en övervikt av hushåll som väntar sig fallande inkomster. Så har det inte varit på åtminstone 30 år.

De allra mörkaste profetiorna om den amerikanska ekonomin, det vill säga att den skulle vara inne i en recession redan nu, har inte slagit in. Den penningpolitiska rapportens prognos om en tillväxt på knappt 1,5 procent i år kan fortfarande realiseras. Men osäkerheten när det gäller utvecklingen på lite längre sikt är stor. Som Lars Nyberg redan varit inne på har oron på de finansiella marknaderna fortsatt. Det som också hänt sedan i april är att de starkt stigande energipriserna minskat köpkraften hos redan hårt ansträngda

hushåll. Det bådar inte gott. Risken för en sämre utveckling i USA finns kvar och har snarast ökat sedan april.

När det gäller euroområdet blev tillväxten under det första kvartalet starkare än väntat men indikatorerna pekar därefter entydigt på en uppbromsning av tillväxttakten. Om man väger ihop tillväxten för våra viktigaste handelspartners hamnar den på knappt 2 respektive knappt 1,5 procent i år och nästa år. Det innebär att Sverige inte kan räkna med någon större draghjälp utifrån.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** instämde i att oron fortfarande är stor på de finansiella marknaderna. Priset på kort upplåning i banksystemet är fortfarande högt vid en jämförelse bakåt i tiden och börskurserna på bankaktier har fallit mer än börsen i genomsnitt. Priset på kreditrisk som det kommer till uttryck i till exempel CDS-premier är på väg upp igen och såväl i USA som i euroområdet rapporterar bankerna om stramare kreditvillkor för både hushåll och företag. Det är nu mer tydligt att finansorn bidrar till att bromsa den reala utvecklingen framförallt i USA och Europa, men även globalt.

Till den finansiella oron har under våren kommit oron för att de snabba prisstegringarna på världsmarknaden på energi och andra råvaror drivit upp inflationen. Rosenberg ser det inte som att den ena typen av problem ersatts av den andra. Snarare är det så att de lagrats på varandra och tillsammans förstärker de risken för en ytterligare nedgång i världsekonomin.

Oljepriset har fortsatt att stiga sedan i april och som framgår av den penningpolitiska rapporten har det bidragit till att förskjuta förväntningarna på centralbankernas styrräntor uppåt såväl i Sverige, USA och euroområdet som i flera andra länder. Den uppgång som har skett i energi- och livsmedelspriser gör att hushållens köpkraft gröpts ur och att efterfrågan dämpas. Det borde också bidra till att efterfrågan på olja dämpas. En viktig drivkraft för oljeprisuppgången är naturligtvis den ökade efterfrågan från utvecklingsländerna, inte minst Kina och Indien. Som också Ingves tog upp subventioneras oljeanvändningen i dessa och i flera andra utvecklingsländer. Uppgången i oljepriset på världsmarknaden tillåts därmed inte slå igenom fullt ut i konsumentledet och bidra till att dämpa efterfrågan på olja i dessa länder. Men sådana subventionssystem blir allt svårare att upprätthålla ju högre oljepriset blir. I flera länder, bland annat Kina, har man börjat reducera subventionerna vilket gör att oljepriserna och inflationen drivs upp på hemmamarknaden. Det kan leda till att den inhemska konsumtionsefterfrågan och därmed tillväxten dämpas mer än väntat även i utvecklingsländerna. Det skulle få konsekvenser också för efterfrågan på olja och oljepriset på världsmarknaden.

Rosenberg påpekade vidare att bostadsmarknaden i USA befinner sig i en brant nedgång. Huspriserna och försäljningen av hus faller alltjämt snabbt. Antalet hus till försäljning är rekordhög vilket talar för att det kan dröja innan det sker en vändning.

Bostadsinvesteringarna faller och ansökningar om bygglov och byggstartar tyder inte på att en vändning uppåt av bostadsbyggandet är nära förestående. Andelen låntagare som är försenade med betalningarna på sina lån stiger också snabbt. Konsumentförtroendet har fallit markant i USA. En faktor som bidragit till det är med all sannolikhet att sysselsättningen faller. Skatterabatterna som kongressen har fattat beslut om har till stor del redan betalats ut och gett ett visst positivt utslag på detaljhandelsförsäljningen i maj. Mer ska utbetalas, men risken förefaller stor att det blir en mer markerad uppbromsning i hushållens konsumtion när den perioden är över. Prognosen för tillväxten i USA i huvudscenariot har justerats ned för

nästa år jämfört med prognoserna både i april och i februari. Men fortfarande bygger prognosen på att det sker en ganska snabb återhämtning under loppet av 2009. Rosenberg ser därför snarast en risk för att det kan bli en ännu något svagare utveckling i USA nästa år än i huvudprognosen.

För euroområdet är tillväxtprognosen för BNP i stort sett densamma som i april. Utfallet första kvartalet blev lite starkare än väntat. Men olika indikatorer för tillväxten tyder på en svagare utveckling under andra kvartalet. Förtroendeindikatorerna enligt EU-barometern backar både för hushållen och för näringslivet. Inköpschefsindex för både industrin och tjänstesektorn har fallit under 50, vilket betraktas som brytpunkten mellan expansion och kontraktion. Orderstockarna faller och lagren stiger i industrin. Industriproduktionen växer i långsammare takt. Detaljhandelsförsäljningen har backat tydligt de senaste månaderna. Även i Europa dämpas hushållens stämningssläge och köpvilja troligen av de höga energi- och livsmedelspriserna. Den återhämtning som ligger i prognosen sker mer gradvis i euroområdet än i USA. Därför ser prognosen för tillväxten i euroområdet kanske mer realistisk ut.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i stort i den bild av den internationella utvecklingen som redovisas i den penningpolitiska rapporten, men höll med Barbro Wickman-Parak och Irma Rosenberg om att utvecklingen i USA kan bli svagare än prognostiserat. Öberg tog upp frågan om utvecklingen i den globala ekonomin och risken för en högre internationell inflation. Ett sådant alternativscenario redovisas också i den penningpolitiska rapporten.

BNP-tillväxten i världen som helhet har varit mycket stark de senaste fyra åren. Inte sedan början av 1970-talet, före den första oljekrisen, har vi haft en så stark tillväxt i världen under så lång tid. Den snabba tillväxten är den dominerande faktorn bakom den kraftiga prisuppgången på råvaror. Den snabba tillväxten drar med sig en stigande efterfrågan på energi. Stigande inkomster, urbanisering och ändrade kostvanor leder till stigande efterfrågan på livsmedel. Priserna på råvaror har därmed stigit i flera år och särskilt snabbt de senaste två åren. Det handlar om en bred prisuppgång som beror på att efterfrågan på global nivå har stigit snabbare än utbudet och det har först påverkat råvarupriserna som är mer flexibla än andra priser.

De stigande priserna på råvaror har i sin tur medfört att inflationen i världen har ökat. Världen som helhet är en sluten ekonomi. Den stigande inflationen kan därför inte förklaras av importerad inflation. En mer sannolik förklaring är att världens samlade penningpolitik har varit för expansiv.

Den stigande inflationen skulle inte vara ett problem om det bara handlade om en tillfällig uppgång och om inflationsförväntningarna låg kvar på en låg och stabil nivå. Men om det uppstår följd effekter via pris- och lönebildningen och om inflationsförväntningarna stiger kan penningpolitiken behöva stramas åt. Nu ser vi att inflationsförväntningarna har stigit i flera länder.

Det mest sannolika är ändå att inflationen kommer att dämpas nästa år. Rensat för energi- och livsmedelspriser har inflationen hittills varit relativt stabil. Tillväxten i världen kommer antagligen att dämpas i år och nästa år och förväntningarna på penningpolitiken har under den senaste tiden svängt mot högre räntor i flera länder.

Men det finns en risk att inflationsprocessen blir mer utdragen. Tillväxten i världen beräknas, trots en dämpning i USA och euroområdet, fortsätta att vara relativt stark. Det beror till stor del på den starka utvecklingen i tillväxt- och utvecklingsländerna. OECD räknar exempelvis i sin senaste prognos med en genomsnittlig årlig BNP-tillväxt i BRIC-länderna, det vill säga Brasilien, Ryssland, Indien och Kina, på mellan 5 och 10 procent under 2008 och 2009. Och även om penningpolitiken allmänt sett läggs om i en åtstramande riktning kommer flera länder troligen att föra en relativt expansiv penningpolitik. Den reala styrräntan i USA är negativ och många länder har knutit sin valuta till dollarn och importerar därmed USA:s expansiva penningpolitik. Även i euroområdet är realräntan nära noll.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** höll liksom Svante Öberg med om den bild av världsekonomin som ges i den penningpolitiska rapporten. Han påpekade också att det är problematiskt att många länder har valt att ha en fast eller nästan fast växelkurs gentemot dollarn. Detta innebär att de i stor utsträckning importerar den amerikanska penningpolitiken. Den expansiva penningpolitiken i USA är inte den bästa för många av dessa länder som befinner sig i en stark tillväxtfas. De kommer i det läget att föra en alltför expansiv penningpolitik, vilket i sin tur kan medföra en högre global inflation. Det skulle vara bättre för dessa länder att istället låta valutan flyta och föra en oberoende penningpolitik som är anpassad till just deras ekonomiska förhållanden. När inflation och inflationsförväntningar stiger i ett land bör normalt den nominella räntan höjas mer än inflationsförväntningarna för att bromsa ekonomin och stabilisera inflationen, men så har inte varit fallet i dessa länder. Istället har realräntan fallit. Men så länge som Riksbanken för en egen penningpolitik kan vi i stor utsträckning hålla världsinflationen utanför våra gränser, främst genom en förstärkning av kronan.

Lars Nyberg noterade att diskussionerna till stor del kretsar kring utvecklingen i USA. Den amerikanska ekonomin har under det senaste året drabbats av tre kriser – en finanskris, en bolånekris och en energikris. På kort sikt kommer sannolikt alla tre att medverka till att tillväxten blir något lägre än vad vi tidigare trott. Men på lite längre sikt kan USA:s ekonomi mycket väl gå starkt ur dessa kriser. Energitillgången innebär kraftigt ökade energikostnader, som leder till minskat konsumtionsutrymme, men också till omstruktureringar i industrin med tillfällig arbetslöshet som följd. På lite längre sikt förefaller prognosen mer positiv. Åldersstrukturen pekar mot ett stort antal nybildade hushåll under de närmaste åren och därmed en naturlig efterfrågan på nya bostäder. Det talar för att bolånekrisen trots allt har ett slut inom en rimligt nära framtid. Finanskrisen bör, när den väl är till ända, ha gett upphov till ett i flera avseenden förstärkt finansiellt system. Och med en korrigerad dollarkurs bör den amerikanska industrin ha tydliga konkurrensfördelar internationellt när den anpassat sig till de nya energipriserna.

Svante Öberg delade Lars Nybergs syn om att det finns skäl att tro på en positiv utveckling i USA i ett lite längre tidsperspektiv. I det sammanhanget ville han passa på att lyfta frågan vad som kan tänkas hända med energi- och livsmedelspriserna när konjunkturen i USA och euroområdet väl vänder uppåt igen. Finns det då en risk att problemet med stigande råvarupriser kommer tillbaka? Flera tillväxtländer kommer sannolikt att växa i snabb takt under lång tid framöver. Det är något som bör ges uppmärksamhet framöver.

Öberg menade också att det är intressant att se på skillnaden mellan inhemsk efterfrågan och BNP i USA. Inhemsk efterfrågan, som ökade med 1,5 procent 2007, har nu stannat av. Tillväxten i USA hålls därmed i stort sett bara upp av exporten, som ökat i god takt till följd

av tillväxten i världen och deprecieringen av dollarn. Att den inhemska efterfrågan dämpats i USA och att dollarn faller är något som bidrar till att korrigera de tidigare så uppmärksammade globala obalanserna, även om intrycket är att det sker under något ordnade former.

Även **Stefan Ingves** tyckte att det finns starka skäl att fortsätta att vara uppmärksam på råvaruprisernas utveckling. Han tillade att i det längre perspektivet så leder den starka tillväxten i exempelvis Kina och Indien till en relativ inkomstomfördelning i världen. Vad det kommer att betyda för efterfrågemönster och prisutveckling i framtiden är svårt att säga i dagsläget.

Barbro Wickman-Parak menade att anpassningar i ekonomin, likt den vi ser nu i USA, sällan sker på det smidiga sätt man skulle önska sig. Hon höll med om att de långsiktiga konjunkturutsikterna för USA är goda. Men hon menade att i det kortare perspektiv som Riksbanken har att ta ställning till när det gäller penningpolitikens utformning så får man acceptera att situationen ser ut som den nu gör i USA med de konsekvenser det kan få för svensk ekonomi.

Inte heller **Irma Rosenberg** tyckte att det finns skäl till pessimism om utsikterna för den globala ekonomin på lång sikt men menade att man bör beakta att det inte bara pågår en korrigering av gamla obalanser utan att det också byggs upp nya, däribland de som är förknippade med knytningen av en del valutor till den amerikanska dollarn.

Stefan Ingves sammanfattade diskussionen med att konstatera att samtliga direktionsledamöter ställer sig bakom prognoserna för omvärlden i den penningpolitiska rapporten även om flera poängterat riskerna för en sämre utveckling. Den finansiella oron tycks bestå men på global nivå råder fortfarande en god tillväxt trots en viss avmattning. De stigande oljepriserna leder till ett globalt inflationstryck som penningpolitiken på olika håll i världen måste hantera. Det försvåras av att en del länder har växelkursregimer som i praktiken förhindrar dem från att föra en egen penningpolitik.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde diskussionen med att konstatera att läget för svensk ekonomi är mer besvärligt än tidigare på grund av högre inflation, högre inflationsförväntningar och tecken på svagare realekonomisk utveckling. Riksbanken bedriver en flexibel inflationsmålpolitik, som är särskilt lämpad att systematiskt hantera sådana avvägningar. Den innebär att Riksbanken söker stabilisera inflationen runt inflationsmålet men också fäster vikt vid att stabilisera resursutnyttjandet runt en normal nivå. Här får man alltid ha i minnet att penningpolitiken inte kan påverka den långsiktiga nivån på resursutnyttjandet. Vad som är normalt resursutnyttjande bestäms av andra faktorer såsom teknologi, tillgång på arbetskraft och ekonomins funktionssätt. Med en flexibel inflationsmålpolitik gäller det således att vid varje beslutstillfälle bestämma en reporäntebana så att penningpolitiken är väl avvägd. Med detta menas att prognoserna för inflation och resursutnyttjande ser bra ut, i den meningen att inflationen närmar sig målet och resursutnyttjandet närmar sig en normal nivå i en lämplig takt. På vilken horisont inflation och resursutnyttjande når målet respektive en normal nivå kan inte specificeras i förväg utan varierar beroende på ekonomins läge vid prognostillfället och de störningar

ekonomin bedöms utsättas för. Den avvägning Riksbanken gör mellan att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet framgår i huvudscenariots prognos. De alternativa reporäntebanor som presenteras i kapitel två i den penningpolitiska rapporten ger ytterligare information om avvägningen.

Huvudscenariots reporäntebana medför en inflationsprognos enligt vilken inflationen till att börja med är hög men sedan gradvis närmar sig inflationsmålet och är nära målet vid slutet av prognosperioden, det vill säga om tre år. Enligt prognosen för resursutnyttjande, som detta kommer till uttryck i produktionsgap, arbetsmarknadsgap, sysselsättningsgap och arbetslöshet, är resursutnyttjandet till att börja med högre än normalt men minskar och är i stort sett normalt vid prognosperiodens utgång. Det vore önskvärt med bättre mått på resursutnyttjandet, särskilt ett bättre mått på potentiell produktion, men detta är vad som finns att tillgå för närvarande. Givet dessa prognoser på inflation och resursutnyttjande motsvarar reporäntebanan i huvudscenariot, enligt Svensson, en väl avvägd penningpolitik. En lägre reporäntebana skulle medföra en för hög inflationsprognos, medan en högre reporäntebana skulle medföra ett onödigt lågt resursutnyttjande.

Den nya reporäntebanan ligger betydligt högre än reporäntebanan i april och kan ge intryck av en betydligt mer kontraktiv penningpolitik än då. Men detta intryck uppstår vid en jämförelse av de nominella reporäntebanorna. Det är den reala reporäntebanan som spelar roll för penningpolitikens effekter på inflationen och realekonomin. Därför är det mer rättvisande att jämföra de reala reporäntebanorna. En sådan jämförelse görs i diagram R7 i fördjupningsrutan om realräntans utveckling i den penningpolitiska rapporten. Där ser man att den reala reporäntebanan i april började på en nivå på ungefär 1,5 procent och sedan gradvis ökade mot en nivå som är nära en rimlig långsiktig nivå, som kan uppskattas till ungefär 2,25 procent. Huvudscenariots reala reporäntebana börjar från en lika låg nivå men stiger sedan till en nivå knappt 0,5 procentenheter över den långsiktiga nivån för att sedan gradvis falla mot den långsiktiga nivån. Med hänsyn till den långsiktiga nivån på den reala reporäntan och läget i april kan det möjligtvis hävdas att den reala reporäntebanan då låg lite lågt och att den nya reala reporäntebanan är bättre avvägd. Med tanke på att inflationen under hela prognosperioden väntas överstiga målet medan resursutnyttjandet väntas bli ganska gott är det mycket rimligt att den reala reporäntebanan ligger över den långsiktiga nivån under större delen av prognosperioden.

Ett bättre mått på hur expansiv eller kontraktiv penningpolitiken är skulle ges av en jämförelse mellan realreporäntebanan och prognosen för en så kallad tillståndsberoende neutral reporänta istället för en jämförelse med den långsiktiga reala reporäntebanan. Svensson ansåg att det skulle vara mycket välkommet om Riksbanken kunde utveckla metoder för att beräkna och göra prognoser på en sådan tillståndsberoende neutral reporäntebana. Ett sådant arbete pågår också för närvarande på banken inom ramen för ett av de projekt som utvecklar olika aspekter av den allmänna jämviktsmodellen Ramses.

Inflationsförväntningarna på olika horisonter ligger högre nu än i april. Det är därför missvisande att jämföra nominella räntor och räntebanor nu och i april. Realreporäntebanorna i diagram R7 är beräknade som nominalräntebanan minus prognosen för fyra kvartalsinflationen i respektive huvudscenario, men en beräkning med hjälp av inflationsförväntningarna enligt enkäter skulle ge samma intryck. Frågan är hur problematiskt det är att inflationsförväntningarna stigit. Svensson framhöll, liksom i april, att det är normalt att förväntningarna ökar när den faktiska inflationen stiger. Frågan är därför

om de ökat normalt med hänsyn till ökningen i den faktiska inflationen eller mer än normalt. Ett studium av residualerna från en regression av inflationsförväntningarna på faktisk inflation indikerar att uppgången av inflationsförväntningarna är normalt stor och inte onormalt stor. Från denna utgångspunkt behöver den måttfulla uppgången av inflationsförväntningarna än så länge inte vara någon källa till extra oro. Dock utgår ett sådant studium av residualerna från antagandet att inflationsförväntningarna skulle sjunka så fort den faktiska inflationen sjunker, det vill säga att det inte finns någon irreversibilitet eller spärrhakseffekt som hindrar en återgång av inflationsförväntningarna. Om det finns en sådan effekt kommer att visa sig när den faktiska inflationen minskar. Svensson menade vidare att om inflationsförväntningarna då stannar kvar på den högre nivån så finns det anledning till oro, men att än så länge behöver oron för en sådan effekt inte vara så stor att den i sig motiverar en stramare penningpolitik än reporäntebanan i huvudscenariot.

Sammantaget ansåg Svensson att prognosen för inflation och realekonomi ser bra ut med den nya reporäntebanan och uttryckte följaktligen sitt stöd för reporäntebanan i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten och en höjning på dagens möte med 0,25 procentenheter.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i stora drag med den bild av den ekonomiska utvecklingen i Sverige som redovisas i rapporten och valde att mer utförligt kommentera inflationen. Den ligger nu långt över inflationsmålet och har ökat mer än väntat. Inflationsförväntningarna har också ökat och ligger över inflationsmålet. Det viktiga för penningpolitiken i det här läget är att förhindra att prisökningarna på världsmarknaderna för energi och livsmedel sprider sig till andra områden via pris- och lönebildningen.

Öberg förklarade att han ville göra fyra observationer om inflationens utveckling. Först påpekade han att det ibland hävdas att det inte är möjligt att göra något åt prisökningarna på energi och livsmedel. Men det är en sanning med modifikation. Visserligen är Sveriges inflytande på priset på råolja och livsmedel på världsmarknaden i dollar försumbart. Men priset i kronor påverkas även av kronans kurs mot dollarn och kronans kurs påverkas av Riksbankens penningpolitik. Det talar för en penningpolitik som tenderar att stärka kronan snarare än en som tenderar att försvaga den.

Öbergs andra observation var att priset på livsmedel i affärerna dessutom inte bara är beroende av världsmarknadspriserna utan även av pris- och lönebildningen i Sverige. I det sammanhanget är det intressant att notera att prisökningarna på livsmedel har stigit mer i Sverige än i euroområdet. Det talar för att specifikt svenska förhållanden också har betydelse, till exempel löne- och kostnadsutvecklingen.

Den tredje observationen gjordes med hänvisning till Svenssons inlägg om inflationsförväntningarnas betydelse. Det är viktigt framöver att följa prisutvecklingen på detaljerad nivå för att se om prisökningarna sprider sig till andra områden. Ett sätt att göra det är att studera olika mått på underliggande inflation. Ökningstakten för KPIX exklusive energi och livsmedel minskade i januari, men det har troligen att göra med den ovanligt stora effekten av viktändringar i KPI. Ser man istället till HIKP exklusive energi och livsmedel så har den underliggande inflationen varit stabil på knappt 2 procent under det senaste året, vilket inte tyder på några spridningseffekter. Andra mått som TRIM85, där man rensar bort både de 7,5 procent högsta och lägsta prisökningarna, har däremot stigit från under 2 procent 2007 till cirka 4 procent i maj 2008. Samma resultat får man om man rensar bort de

25 procent högsta och lägsta prisökningarna, vilket kan tyda på spridningseffekter via prisbildningen.

Öbergs fjärde observation var att det däremot inte i dagsläget förefaller särskilt troligt att inflationen på kort sikt driver upp lönerna genom krav på kompensation för prisstegringar. Avmattningen i tillväxten och försvagningen av arbetsmarknaden talar emot ett sådant scenario. Dessutom finns på större delen av arbetsmarknaden treårsavtal som reglerar de avtalade löneökningarna och dessa innehåller inte, som på 1970- och 1980-talen och i en del andra länder, prisutvecklingsgarantier i avtalen som ger automatisk kompensation för prisstegringar. Däremot är det viktigt att inflationen och inflationsförväntningarna har kommit ned till cirka 2 procent inför nästa omgång avtalsförhandlingar 2010. Med nuvarande inflationsprognoser kommer den genomsnittliga inflationen under de tre senaste åren då ha varit över 3 procent, vilket kan bli ett problem.

Öberg övergick därefter till att resonera om penningpolitiken. Han menade att det som hänt sedan det förra mötet motiverar en höjning av reporäntan och räntebanan. Främst gäller det att inflationen har fortsatt att öka mer än väntat, att inflationsförväntningarna har ökat och fortfarande ligger över inflationsmålet och att förväntningarna om styrräntorna i omvärlden har förändrats från sjunkande till stigande styrräntor. Trots den högre räntebanan har inflationsprognosen i huvudscenariot reviderats upp med omkring 0,5 procentenheter både i år och nästa år.

Samtidigt finns det förändringar sedan i april som motiverar en sänkning av räntan och räntebanan. BNP-tillväxten första kvartalet i år var något svagare än väntat och prognosen för BNP-tillväxten har reviderats ned med i genomsnitt omkring 0,5 procentenheter per år i år och nästa år. Men arbetsmarknaden har hittills utvecklats starkare än väntat och resursutnyttjandet är fortfarande högre än normalt.

Öbergs slutsats var att de faktorer som motiverar en höjning av räntan och räntebanan är starkare än de faktorer som motiverar en sänkning. Han förordade därför ett beslut om att höja reporäntan till 4,50 procent och ställde sig bakom räntebanan i den penningpolitiska rapportens huvudscenario som innebär ytterligare ett par höjningar i år.

Situationen på de finansiella marknaderna är fortsatt instabil. Skulle det inträffa händelser i vår omvärld, till exempel i de baltiska länderna, som påtagligt ändrar förutsättningarna för penningpolitiken så får det vägas in i kommande beslut.

För att komma ned till 2 procents inflation redan om två år skulle det förmodligen krävas ytterligare en höjning av reporäntan utöver de som redan finns i räntebanan, vilket skulle dra ned tillväxten nästa år med ytterligare någon tiondels procentenhet. Men med hänsyn till att inflationens avvikelse från målet i utgångsläget är så pass stor och att osäkerheten på finansmarknaderna alltså är stor höll Öberg med Lars E.O. Svensson om att det nu är bättre att sikta på att ta ned inflationen till ungefär 2 procent på tre års sikt.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** konstaterade att inflationen är avsevärt högre än vad som antogs i april. Huvudskälet till det är att oljepriset har fortsatt upp. Om det blir som prognosen i den penningpolitiska rapporten förutspår, nämligen att oljepriset utvecklas som terminspriserna indikerar och ligger kvar på en hög nivå men inte stiger ytterligare, kommer de direkta inflationsimpulserna därifrån att klinga av efterhand. Osäkerheten om vart oljepriset ska ta vägen är naturligtvis extremt stor. Det kan mycket väl bli så att det

fortsätter upp och då blir inflationstrycket starkare. Men det finns också, som Rosenberg var inne på redan under omvärldsdiskussionen, argument för att det skulle kunna falla tillbaka, och då kan inflationen dämpas snabbare än i huvudscenariot. Det gäller för övrigt också världsmarknadspriserna på livsmedel. Sammantaget tyckte Rosenberg att bedömningen av energi- och livsmedelspriserna är rimlig i den penningpolitiska rapporten. En nedgång i dessa priser analyseras i ett alternativscenariot i rapporten. Enligt Rosenbergs uppfattning är en sådan utveckling inte osannolik även om hon inte heller ser den som den mest sannolika.

Men även om de direkta inflationsimpulserna från priserna på energi och livsmedel till stor del är tillfälliga är utvecklingen ändå bekymmersam. Inflationsutsikterna bestäms i hög grad av hur stora riskerna är för spridningseffekter till löner och andra priser. Det här gör att det finns anledning att följa hur konsumentpriserna exklusive energi och livsmedel utvecklas. Inte för att Riksbanken skulle ha ett mål för dessa priser utan för att det är viktigt att följa om de börjar stiga snabbare. Rosenberg ville i det sammanhanget passa på att kommentera Svante Öbergs konstaterande att livsmedelspriserna stigit snabbare den senaste tiden i Sverige än i euroområdet. Om man sträcker ut tidsperspektivet lite bakåt i tiden kan man se att Sverige tidigare haft en avsevärt lägre prisstegringstakt på livsmedel än i euroområdet under flera år. Rosenberg förklarade att hon inte är så bekymrad över att dessa priser nu stiger lite snabbare här, det kan skilja sig lite mellan olika perioder. Men om det däremot blir varaktigt kan det vara ett bekymmer.

Rosenberg konstaterade vidare att, i likhet med vad som uppmärksammats på de senaste penningpolitiska mötena, så har inflationsförväntningarna stigit och är höga även på lång sikt. Förväntningarna har stigit ytterligare något sedan i april. Det förtjänar att betonas att Riksbanken inte har något mål för inflationsförväntningarna. De påverkas i hög grad av den aktuella inflationen, något som redan påpekats av Lars E.O. Svensson. Men om de blir kvar på en hög nivå ökar risken för att inflationen ska bita sig fast på en varaktigt hög nivå.

Kapacitetsutnyttjandet är enligt de uppgifter som finns i Konjunkturbarometern och SCB:s företagsundersökning fortfarande högt. Det ökar också riskerna för spridningseffekter. Allt detta sammantaget talar enligt Rosenberg för en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter.

När det gäller penningpolitiken framöver var Rosenberg mer tveksam till den räntebana som prognoserna i huvudscenariot bygger på. Hon menade att den innebär en onödigt stram penningpolitik och övergick till att utveckla skälen för det.

Det syns nu tydliga tecken på att arbetsmarknaden svalnar. Antalet nyanmälda lediga platser faller och varslen ökar. Anställningsplanerna enligt både Konjunkturbarometern och inköpschefsindex pekar tydligt nedåt. En svalare arbetsmarknad minskar riskerna för att löneutvecklingen ska sätta fart, vilket Svante Öberg också var inne på. Visserligen är lönestatistiken för 2007 ännu inte helt definitiv, men utvecklingen ser ut att ha varit ganska lugn. Trots att sysselsättningen ökat snabbt ser löneutfallet 2007 ut att hamna under 3,5 procent, eller 0,5 procentenheter lägre än den prognos som gjordes i februari i fjol, innan avtalsförhandlingarna startade på allvar. Löneökningarna utöver avtalen ser ut att ha blivit mycket begränsade. Lönerna har visserligen ökat snabbare i början av det här året, men prognosen för timlönerna 2009, och i viss mån även 2010, är snarast något lägre än de bedömningar som gjordes i april.

Kostnadstrycket påverkas också av produktiviteten. Att den föll i fjol bidrog till en rätt snabb ökning av arbetskraftskostnaderna per producerad enhet. Men det ser inte ut att ha blåst under inflationen mer än väntat. Första kvartalet i år har produktiviteten stigit en aning, men är fortfarande svag. Rosenberg såg dock ingen anledning att ändra sin bedömning från i februari och april att den svaga produktivetsutvecklingen under fjolåret framför allt hängde samman med att BNP-tillväxten saktade ned. Det talar snarare för att sysselsättningen kommer att bromsa in än att företagen kommer att höja priserna kraftigt. Rosenberg förklarade att hon inte är så orolig för lönekostnadsutvecklingen så här långt men att det naturligtvis är något som måste följas noga.

Ytterligare ett skäl till Rosenbergs bedömning att den föreslagna räntebanan är onödigt stram är att hushållens konsumtion nu ser ut att bromsa in mer än vad som prognostiseras i huvudscenariot. Hushållen har blivit avsevärt mer pessimistiska både om arbetsmarknaden och svensk ekonomi och om sin egen ekonomi framöver. Börsfallet och en mer dämpad utveckling av huspriserna reducerar deras förmögenheter. De reala disponibla inkomsterna gröps ur av de höga prisstegringarna på energi och livsmedel. Det är varukategorier som står för en rätt stor del av hushållsbudgetarna. Det finns nu tydliga tecken på att den privata konsumtionen kyls av utan att räntan behöver höjas så mycket. Ett sådant är att konsumtionen av varaktiga varor, det vill säga den mest räntekänsliga delen av den privata konsumtionen, föll under första kvartalet i år. Det brukar förebåda en dämpning av hushållens konsumtion mer brett. Med en svagare konsumtion kan också inflationen bli lägre än i huvudscenariot.

Rosenberg återknöt här till Lars E.O. Svenssons resonemang om realräntan och påpekade att man i det tidsperspektiv penningpolitiken verkar inte enbart kan fokusera på realräntan för att bedöma stramheten i penningpolitiken. Prognosen i huvudscenariot innebär högre nominella räntor och snabbare prisstegringar än i bedömningen i april. Både dessa förändringar bidrar på kort sikt till att minska hushållens reala köpkraft och därmed efterfrågan. Om det behövs en ökning av den reala räntan eller ej för att återföra inflationen till målet på ett par års sikt beror bland annat på hur varaktiga inflationsimpulserna är och vilka förändringar i övrigt som sker i ekonomin.

Rosenberg skulle istället för räntebanan i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten hellre vilja se en lägre räntebana med en viss sannolikhet, mindre än 50 procent, för ytterligare en räntehöjning under hösten. Hon trodde inte heller att resursutnyttjandet i huvudscenariot återgår till det normala i slutet av prognosperioden. Rosenberg höll med Lars E.O. Svensson om att outputgap enligt det mått vi har att tillgå inte ger en tillräckligt bra bild av resursutnyttjandet. Enligt hennes bedömning innebär räntebanan i huvudscenariot att resursutnyttjandet kommer ned snabbare och blir svagare än normalt även under den senare delen av prognosperioden.

Rosenberg sammanfattade sitt ställningstagande med att hon röstar för en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter men reserverar sig mot räntebanan i huvudscenariot i rapporten till förmån för en lägre bana.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** påminde om att hennes syn vid mötet i april var att det fanns betydande risker för en svagare konjunkturutveckling, men att inflationen var betydligt högre än målet och att det fanns risker på uppåtsidan. Hennes bedömning var då att detta sammantaget talade för en oförändrad ränta som skulle bevaras på den nivån året

ut. Vid det tillfället nämnde hon också att det fanns risk för att oljepriset skulle fortsätta uppåt och spä på inflationen ytterligare.

Wickman-Parak kunde nu konstatera att ett sådant läge uppstått. Oljepriset har fortsatt kraftigt uppåt och är högre än i det alternativa scenario som fanns med i februarirapporten. Det innebär att KPI-inflationen har blivit högre än väntat och prognosen har fått justeras upp. Men det är inte det enda som har hänt. Omvärlden utvecklas svagare än beräknat och det finns risk för att den finansiella oron i kombination med stigande energipriser urholkar omvärldstillväxten mer än i den nuvarande prognosen.

Tecknen på svagare tillväxtutsikter i Sverige har blivit tydligare sedan april. Som Svante Öberg redan nämnt blev exempelvis BNP-tillväxten under första kvartalet betydligt lägre än prognostiserat. Den siffran ska man inte dra för stora växlar på, menade Wickman-Parak, eftersom de preliminära utfallen ofta revideras upp i efterhand. Men den svagare utvecklingen stöds unisont av andra siffror och indikatorer. Det handlar till exempel om utfall för orderingång och produktion i industrin men också av starkt nedskrivade produktionsförväntningar i industrin enligt Konjunkturbarometern. Även inköpschefsindex pekar på en svagare utveckling. Det gör också utfallen för detaljhandeln. I övrigt noterade Wickman-Parak att Irma Rosenberg redan gett en katalog över tydliga tecken på en avmattning.

Efter den snabba ökningen av sysselsättningen kunde man redan i april se tecken på att en avkylning av arbetsmarknaden var på gång. Wickman-Parak pekade på att hon och flera andra ledamöter vid det förra penningpolitiska mötet lyfte fram nedgången i lediga platser, bristtal som börjat gå ned och dämpade anställningsplaner i Konjunkturbarometern som exempel. Den utvecklingen har fortsatt, något som Irma Rosenberg också varit inne på, och Wickman-Parak menade att detta är viktigt för inflationstrycket framöver.

Apropå dagens beslut klargjorde Wickman-Parak att hon, trots alla omisskännliga tecken på en avmattning i ekonomin, ändå ställer sig bakom en höjning av räntan med 0,25 procentenheter. Hon lyfte fram att inflation kommer att vara klart högre än målet både i år och nästa år och att det i alla lägen måste stå klart att Riksbankens första prioritet är inflationen. Det är Riksbankens uppgift att göra det som behövs för att förhindra en spridning av de höjda energipriserna till andra priser som Svante Öberg uppehöll sig vid och i förlängningen till allt högre lönekrav med den spiraleffekt som kan följa.

Wickman-Parak förklarade att när det gäller reporäntan framöver så ställer hon sig inte bakom den bana som presenteras i den penningpolitiska rapportens huvudscenario. Hon förordar istället en räntebana som ligger lägre.

I en utveckling av sitt resonemang förklarade hon att hon ser mer dystert på den underliggande styrkan i svensk ekonomi än i april, till exempel i bedömningen av hushållens motståndskraft givet deras goda ekonomi i utgångsläget. Sedan april har det kommit reviderade nationalräkenskaper för 2007 och förloppet över året visar tydligare att det skett en successiv dämpning av konsumtionen, en utveckling som sedan fortsatte första kvartalet i år och har följts av svaga detaljhandels-siffror därefter.

Hushållen har alldeles uppenbart blivit mer försiktiga med sina utgifter. De höga mat- och energipriserna begränsar konsumtionsutrymmet. Den privata konsumtionen kan bli svagare än vad som förutses i den penningpolitiska rapporten även utan de ytterligare

räntehöjningar som ligger i huvudscenariots prognos. Apropå Lars E.O. Svenssons inlägg om att det är realräntan som är viktig för utvecklingen i efterfrågan, så noterade Wickman-Parak att den reala reporäntan förvisso är låg idag men att det nog inte spelar en avgörande roll i det korta perspektiv som diskussionen gäller. De ingående kassaflödena kan hushållen inte göra något åt på kort sikt samtidigt som livsnödvändigheter som mat och energi lägger beslag på en allt större andel av inkomsten. Har man dessutom lån har belastningen ökat också via högre ränteutgifter.

Till detta ska läggas att konsumentförtroendet har försämrats ordentligt sedan i april och förtroendeindikatorn ligger nu betydligt under sitt långsiktiga genomsnitt. Bekymmersamt är också den allt mer negativa synen på arbetsmarknaden framöver.

Beträffande KPI-inflationen framöver menade Wickman-Parak att hon inte hade någon anledning att göra någon annan prognos för oljepriset än den som presenteras i den penningpolitiska rapporten. Oljepriset ligger kvar ungefär på dagens nivå och när den senaste tidens höjning faller ur 12-månaderstalen avtar inflationstakten under loppet av 2009 alldeles oavsett vilka reporäntebeslut som fattas. Angående det inhemska kostnadstrycket påpekade hon att det har skett en klar omsvängning jämfört med perioden 2004-2006, men att kostnadstrycket kommer att dämpas framöver när arbetsmarknaden kyla av.

Prognoserna för produktiviteten är alltid osäkra men första kvartalets produktivitet ökade ungefär i linje med den prognos som gavs i den senaste penningpolitiska uppföljningen. Det är också en faktor som dämpar kostnadstrycket. Wickman-Parak förklarade att hon tidigare känt en ganska stor osäkerhet inför produktivetsprognosen men att utvecklingen första kvartalet är ett tecken på att prognosen om en återhämtning i produktiviteten kan ligga rätt. Samtidigt har stegringen i producentpriserna för konsumtionsvaror dämpats i april och maj, vilket lättar pressen uppåt på priserna in i konsumentledet.

Sammanfattningsvis härrör den stegrade inflationstakten främst från utifrån kommande faktorer såsom stigande energipriser. Det är signifikativt att prognosen för KPIX exklusive energi 2008 ligger på 2 procent. Ungefär där har den befunnit sig alltsedan den prognos som lades under sommaren förra året. Samma sak gäller för prognosen avseende 2009.

Wickman-Parak menade att oljepriset bidrar till att dämpa inflationstrycket kraftigt under loppet av 2009 och att processen får stöd av ett inhemskt kostnadstryck som dämpas. Frågan kvarstår om hur mycket penningpolitiken behöver skärpas för att inflationen inom en rimlig tidshorizont ska nå målet samtidigt som ekonomin närmar sig normalt kapacitetsutnyttjande. Wickman-Paraks bedömning är att den föreslagna höjningen av räntan, tillsammans med tidigare genomförda sådana, starkt bidrar till en sådan utveckling i ett läge när den underliggande cykliska avmattningen redan blivit så tydlig. Enligt den räntebana hon förordar kan det utöver dagens räntehöjning ändå finnas en viss sannolikhet för att ytterligare en räntehöjning kan bli nödvändig längre fram.

Ekonomi befinner sig i en bräcklig situation och det finns en klar risk för en sämre konjunkturutveckling både i omvärlden och här hemma. De svenska hushållen har visserligen ett gott utgångsläge, men de är inte immuna mot det som händer vilket framgått allt tydligare. Det förtjänar också att påpekas att hushållen efter en period med hög upplåning, i stor utsträckning till rörlig ränta, är känsliga för höjda räntor.

Slutligen påpekade Wickman-Parak att inflationsförväntningarna ligger för högt med avseende på inflationsmålet men att de, som Lars E.O. Svensson påpekat, samvarierar med den faktiska inflationen. När vi nu har en period med stigande inflation följer de med uppåt. Men om de skulle ligga kvar när inflationstakten avtar är det allvarligt och får konsekvenser för penningpolitiken.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** noterade att den svenska penningpolitiska diskussionen – liksom för övrigt en stor del av den internationella – under de senaste månaderna alltmer har kommit att handla om snabbt stigande energi- och livsmedelspriser och hur centralbanker i allmänhet och Riksbanken i synnerhet bör reagera på dessa. Normalt finns det ju inte anledning att kompensera sådana prisökningar på enskilda varugrupper med en högre styrränta om de enbart ger en tillfällig ökning av inflationen. Man kan, som Lars E.O. Svensson påpekat, alltid kompensera via en räntehöjning som ger en tillräckligt stor effekt på växelkursen men det skulle innebära onödiga kostnader exempelvis i form av ökad arbetslöshet. I dagens läge finns det även andra faktorer att väga in. En är att prisökningarna, framför allt på bränsle, varit så stora att det är svårt att se att de inte skulle sprida sig i flera led när olika användare tvingas kompensera sig för ökade kostnader. En annan är att delar av den stigande inflationen också kommer från ett inhemskt kostnadstryck. Den svenska konjunkturen har under flera år varit stark och resursutnyttjandet är högt.

Dessutom har prisökningarna lett till att inflationsförväntningarna stigit till en nivå som vi inte sett på över tio år. När det gäller de kortsiktiga inflationsförväntningarna är detta kanske inte så konstigt. Prisökningarna på livsmedel och bränsle hör ju till de mest synliga för allmänheten och det är inte orimligt om de påverkar förväntningarna. Värre är att också allmänhetens inflationsförväntningar på längre sikt har ökat. Det är lätt att minnas 1970- och 1980-talen i Sverige när inflationen rotat sig i form av ett mer eller mindre etablerat kompensationsstänkande – det som ibland benämns pris- och lönespiral. Den nya penningpolitiken med inflationsmål kom till just för att vi skulle slippa återuppleva detta.

Nyberg ställde sig vidare frågan om detta är att övertolka betydelsen av inflationsförväntningarna. Han menade att det är möjligt eftersom man egentligen vet ganska lite om vilka faktorer som styr de långsiktiga förväntningarna och hur dessa påverkar inflationen. Tidigare decenniernas omfattande indexklausuler är borta, vilket minskat kopplingen mellan inflation och inflationsförväntningar. Men kombinationen av en inflation en bra bit över inflationsmålet, tydliga risker för spridningseffekter från energiprishöjningarna, ett högt resursutnyttjande och stigande långsiktiga inflationsförväntningar gör att reporäntan behöver höjas.

Angående penningpolitiken framöver förklarade Nyberg att han är långt ifrån säker på att de ytterligare två räntehöjningar som finns i den föreslagna räntebanan faktiskt kommer att behövas för att inflationsmålet på 2 procent ska kunna uppnås om ungefär två år. Konjunkturen kan mycket väl vika snabbare än beräknat. Siffrorna över konsumentförtroende och utvecklingen inom detaljhandeln som kommit under de senaste veckorna pekar tydligt åt det hållet. Hushållens förväntningar om både den egna ekonomin och den svenska har inte varit så låga under hela 2000-talet. Det är kanske inte så märkligt. Prishöjningarna på livsmedel ser vi varje gång vi handlar mat och att bensinen blivit dyrare undgår ingen som ska fylla på bränsle i bilen. Prisökningarna fungerar som skatter som minskar konsumtionsutrymmet och överför köpkraft från hushållen till producenter av olja

och livsmedel i andra länder. Prognosen i huvudscenariot inkluderar inte heller möjligheten att priserna kommer att falla, möjligen att de slutar att stiga. Till detta kommer stigande bolåneräntor, en fallande börs, en fastighetsmarknad som förefaller vika snabbare än väntat och en svalare arbetsmarknad. Nyberg hävdade vidare att det inte skulle förvåna honom om diskussionen under hösten åter kommer att handla mer om fallande efterfrågan, tillväxt och sysselsättning än om energi- och livsmedelspriser. Han delade därför Irma Rosenbergs och Barbro Wickman-Paraks syn på reporäntebanan och stödjer deras reservation.

Riksbankschef **Stefan Ingves** förklarade att han ställer sig bakom analyserna och prognoserna i rapporten. Inflationen är nu den högsta på 15 år och ligger långt över inflationsmålet. Inflationsförväntningarna ligger likaså de över målet och är också de högsta på länge. Energi och livsmedel står för en stor del av de prisökningar som nu registreras, men det är också så att vi har, om än från en låg nivå, en allmänt stigande inflation sedan perioden med låg ränta. Vidare är löneökningarna högre än tidigare, om än måttliga. Ingves menade att inflationsförväntningarna så här långt förefaller vara ganska väl förankrade eftersom de inte stigit särskilt mycket på lång sikt men samtidigt är det oroande att de ligger över målet. Han hävdade vidare att det är viktigt att nu föra en penningpolitik som är sådan att de långsiktiga inflationsförväntningarna inte kryper uppåt. Mot den här bakgrunden ter det sig naturligt att höja räntan.

Prisstegringarna på olja, med ett reallt pris på olja på rekordnivå, och importerade livsmedel förändrar Sveriges bytesförhållande med omvärlden, svensk levnadsstandard sjunker, och det kan penningpolitiken inte göra mycket åt. Det som nu är viktigt är att relativprisförändringarna genomförs utan att de ger allmänna prisimpulser som översätts till en varaktigt hög inflation. Den processen kan penningpolitiken påverka och därför är det viktigt att höja räntan. I det perspektivet är det också viktigt att årets uteblivna reallöneökningar inte leder till ett allmänt krav på kompensation. I en ekonomi med en utrikeshandel i storleken 50 procent av BNP får man räkna med en del kortsiktiga kast i reallöneutvecklingen. Erfarenheterna från 70-talet med allmänna kompensationskrav är inte goda och det är viktigt att den processen inte upprepas.

Ingves menade vidare att man mot det här kan ställa den allmänna oron för en nedgång i konjunkturen och därmed också ett lägre inflationstryck men att det för hans del inte är en faktor som väger tillräckligt tungt. Att värna inflationsmålet på 2 procent innebär att man periodvis får tolerera att ekonomin kortsiktigt växer under sin långsiktiga trend. Med låg inflation uppvägs det av en god ekonomisk utveckling på längre sikt. Med bytesbalansöverskott och sunda statsfinanser är utgångsläget också mycket gott för att gå igenom en period med de anpassningar som nu behöver göras.

Den nu föreslagna räntehöjningen och den uppjusterade räntebanan bygger på att penningpolitiken får en åtstramande effekt samtidigt som utifrån kommande prisimpulser förväntas klinga av. Inträffar inte det senare är det nödvändigt att vara mycket observant på uppåtriskerna. För att penningpolitiken ska få önskad effekt behöver både den aktuella räntan och räntebanan höjas. Enligt Ingves är ytterligare ett par räntehöjningar lämpliga givet den information som finns att tillgå i dagsläget. Det leder till en viss åtstramning samtidigt som räntan i ett historiskt perspektiv inte är anmärkningsvärt hög. Nivån på både nominalränta och realränta under perioden innebär en nödvändig men på intet sätt extrem penningpolitisk åtstramning.

Den finansiella oron har också till en del lett till att räntorna på till exempel bostadsmarknaden under det senaste året stigit mer än vad som följer av den förda penningpolitiken samtidigt som utlåningen hittills fortsatt att växa snabbt. Den här utvecklingen är delvis en åtstramning i sig, men neutraliserar inte behovet av att både höja räntan nu och därefter ytterligare ett par gånger så som räntebanan i huvudscenariot indikerar. Med det ansvar för inflationsmålet som Riksbanken har är det viktigare att agera nu än att vänta och se. I en osäker värld är ett annat alternativ att vänta med att höja räntan och låta räntebanan ligga oförändrad. Men om inflationen då biter sig fast leder det till ännu större räntehöjningar längre fram. Skulle å andra sidan inflationstakten falla snabbt ner mot målet går det alltid att sänka räntan längre fram. Sammantaget, givet den osäkerhet som råder, är huvudscenariots föreslagna räntebana den mest lämpliga, enligt Ingves.

Lars E.O. Svensson inflikade apropå Lars Nybergs synpunkt om de höga kostnaderna för bekämpning av inflationsimpulser från omvärlden via en stärkning av växelkursen att kostnaderna under vissa omständigheter faktiskt skulle kunna vara mycket små. En ren ökning av inflationen i omvärlden i förhållande till den svenska skulle vid oförändrad real ränta och real utveckling i omvärlden medföra en gradvis förstärkning av kronan som precis skulle motverka den ökade världsinflationen och göra att världsinflationen mätt i kronor inte ökade.

Stefan Ingves sammanfattade den penningpolitiska diskussionen. Inflationen har stigit kraftigt och är på den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. Att inflationen är hög beror främst på att världsmarknadspriserna på energi och livsmedel ökat kraftigt. Men även ett allt högre inhemskt resursutnyttjande de senaste åren har bidragit till stigande inflation. Samtidigt är inflationsförväntningarna fortsatt höga. Resursutnyttjandet är fortfarande något högre än normalt. Men tillväxten både här och i omvärlden dämpas. En orsak är den internationella finansiella oron som pågått sedan förra året. Det går fortfarande inte att säga när läget på de finansiella marknaderna normaliseras. Konjunkturen fortsätter att dämpas framöver och läget på arbetsmarknaden mattas. Resursutnyttjandet faller således men väntas vara normalt i slutet av prognosperioden.

Synen på hur reporäntan kommer att utvecklas framöver har förändrats något sedan i april. De kraftiga prisuppgångarna på energi och de höga inflationsförväntningarna ställer krav på en högre reporänta för att föra tillbaka inflationen mot målet på ett par års sikt. Osäkerheten i bedömningen är emellertid stor och diskussionen pekar på vissa nyansskillnader i direktionens syn på inflationstryckets beständighet och försvagningen i de svenska konjunkturutsikterna, och därmed på stödet för den reporäntebana som ingår i den penningpolitiska rapporten. Klart är emellertid att hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror som vanligt 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 höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,50 procent.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,

- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten torsdagen den 3 juli 2008 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,50 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 9 juli 2008,
- att höja utlåningsräntan till 5,25 procent respektive inlåningsräntan till 3,75 med tillämpning från onsdagen den 9 juli 2008,
- att torsdagen den 3 juli 2008 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 27 2008, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 16 juli kl 9:30.

Direktionsledamöterna Lars Nyberg, Irma Rosenberg och Barbro Wickman-Parak ställde sig bakom beslutet att höja räntan med 0,25 procentenheter men reserverade sig mot huvudscenariots banor för reporänta, inflation och tillväxt framöver. De förordade samtliga en lägre räntebana. De bedömde att den uppbromsning som nu sker i ekonomin skulle dämpa inflationstrycket i större utsträckning än vad som förutsätts i huvudscenariot. Behovet av fortsatta räntehöjningar skulle därför vara mindre.

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.