



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 8

DATUM: 2008-09-03

MÖTESTID: 09.00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice
ordförande

Claes Berg
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Martin W. Johansson (§1)
Andreas Johnson
Anna Lidberg (§1)
Tomas Lundberg
Pernilla Meyersson
Christina Nyman
Marianne Nessén
Bengt Pettersson
Maria Sjödin
Åsa Sydén
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Andreas Johnson och Bengt Pettersson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 3 och 4.

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 beredningsmöten den 27 och 28 augusti. På ett möte den 2 september hade prognoser och text till uppföljningsrapport diskuterats vidare.

Sedan det penningpolitiska mötet i juli har den finansiella oron fortsatt. BNP-tillväxten i omvärlden bedöms nu bli lägre. BNP-prognosen för euroområdet har reviderats ned, medan den har reviderats upp marginellt för USA för innevarande år. Den TCW-vägda tillväxten, det vill säga den tillväxt som förväntas i Sveriges viktigaste exportländer, har reviderats ned för de närmaste åren. Den TCW-vägda inflationen har reviderats upp för innevarande år.

Oljepriset har fallit sedan i juli. Även förväntningarna om oljepriset i termer av terminsprissättning har fallit.

I Sverige är läget på arbetsmarknaden fortsatt starkt och antalet arbetade timmar stiger snabbare än väntat. Det finns dock indikationer på en svagare arbetsmarknad framöver. Sammantaget är arbetsmarknadsläget hittills ungefär som väntat. BNP var enligt preliminär statistik oförändrad det andra kvartalet jämfört med det första. Konjunkturindikatorerna är i övrigt generellt sett svagare än väntat. Produktiviteten fortsätter att minska vilket innebär att kostnadstrycket ökat i termer av enhetsarbetskostnader. Löneutvecklingen har dock varit något lägre än den förväntade. Inflationen och inflationsförväntningarna är fortsatt höga och ligger över inflationsmålet. Inflationsförväntningarna har dock sjunkit något den senaste tiden.

Prognosen för arbetsmarknaden och BNP-tillväxten har reviderats ned jämfört med bedömningen i den penningpolitiska rapporten i juli. Produktiviteten väntas nu öka långsammare framöver, men en vändning förutses fortfarande nästa år. Inflationsprognosen är nedreviderad till följd av fallande olje- och andra råvarupriser. Även prognosen för reporäntebanan är nedreviderad till följd av lägre tillväxt och inflation. Prognoserna för tillväxt och inflation bygger på antagandet att reporäntan höjs vid dagens möte för att sedan sänkas längre fram. Resursutnyttjandet, mätt som HP-gap (Hodrick Prescott), är högt i termer av antalet arbetade timmar och sysselsättning. Ett HP-gap är en statistisk metod som delar upp en tidsserie i en cyklisk och trendmässig komponent. Det är dock lägre i termer av skillnaden mellan trendmässig och faktisk BNP.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redovisade utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det föregående direktionmötet den 27 augusti. Räntorna har generellt sett sjunkit. Den svenska kronan har försvagats både mot dollarn och euron.

Dollarförstärkningen tolkas allmänt som en följd av det sjunkande oljepriset och överraskande stark reviderad BNP-statistik för det andra kvartalet. Även positiv statistik för bostadsförsäljningen i juli bidrog till dollarförstärkningen. Tillväxten i USA mellan det första och andra kvartalet blev 3,3 procent uppräknat till årstakt.

Aktiebörserna har stigit främst i Sverige och Europa bland annat till följd av lägre oljepriser. Börsen i USA har dämpats, delvis som ett resultat av osäkerhet kopplad till orkanen Gustav.

Majoriteten av marknadsaktörerna tror att reporäntan vid dagens möte höjs med 0,25 procentenheter till 4,75 procent. Uppfattningarna om det kommer att ske en höjning eller inte är dock splittrade. Prissättningen på marknaden indikerar en sannolikhet på 55 till 65 procent för en höjning till 4,75 procent. Förväntningarna om den framtida räntebanan har reviderats ned sedan den 27 augusti.

Martin W. Johansson från avdelningen för finansiell stabilitet redovisade utvecklingen på bostadsfinansieringsmarknaden i Sverige. Bankernas finansieringskostnader har stigit. En del av dessa ökade finansieringskostnader väntas övervältras på kunderna.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde diskussionen. Han gjorde inledningsvis några reflektioner kring utvecklingen av krisen på de internationella finansiella marknaderna. Redan i juli kunde man notera att krisen inte hade utvecklats riktigt som man kunde ha väntat och hoppats. Detta gäller fortfarande. Tiden borde ju verka för att gradvis återställa förtroendet för banksystemet – och inom banksystemet. De höga belåningsgraderna i många finansiella institut har fallit avsevärt. Betydande kreditförluster har kommit fram i ljuset och skrivits av. Stora finansiella aktörer har lyckats skaffa nytt kapital – även om en hel del fortfarande återstår för att fylla hålen i balansräkningarna. Men förtroendet för bankerna har inte återvänt i motsvarande utsträckning.

Tvärtom har oron fortsatt och under sommaren förvärrats. Likviditeten i banksystemet, som var ett bekymmer under våren, har i och för sig varit bättre eller sämre mätt i termer av så kallade basis-spreadar, det vill säga skillnaden mellan interbankränta och förväntade styrräntor. Men kostnaden för bankernas externa finansiering har stigit ytterligare och beroendet av upplåning i centralbankerna har inte minskat, snarare tvärtom. Många banker tvingas idag betala en högre ränta för sin upplåning på obligationsmarknaden än vad deras stora kunder behöver göra – och skillnaden har vuxit under de senaste veckorna. Det är ingen långsiktigt hållbar situation. Banker ska ju leva på att låna ut till lite högre räntor än de betalar för sin upplåning.

Det är möjligt att en del banker skjutit på sin upplåning i förhoppning om att krisen skulle ebba ut och finansieringskostnaderna återgå till mer normala nivåer. Men detta är alltid ett vågspel. Till slut måste ett antal obligationslån refinansieras och det vet investerarna på marknaden. Då håller de på sina pengar i väntan på att räntorna ska stiga ytterligare. De korta terminsräntor som noteras för tiden kring årsskiftet tyder på att bankernas finansieringskostnader kommer att fortsätta att vara högre än normalt åtminstone fram till dess. Det är svårt att tala om att krisen är på väg att lösas så länge inte investerarnas avkastningskrav på bankobligationer liksom interbankräntorna fallit till mer normala nivåer.

Nyberg framhöll att den mest uppseendeväckande händelsen under sommaren är att de stora privata bostadslåneinstituterna Fannie Mae och Freddie Mac, när de inte längre klarade sin finansiering, fick löfte om stöd både för sin likviditet och för sin solvens av de amerikanska myndigheterna. Utan detta stöd hade aktierna i bolagen sannolikt blivit värdelösa. Åtgärderna lugnade marknaderna, men en betydande osäkerhet kring nästa steg består. Ett regelrätt statligt övertagande av bolagen hade av många setts som en naturligare lösning. All risk bärs nu ändå av skattebetalarna.

Att konjunkturutsikterna försämrats i världen bidrar säkerligen också till problemen för bankerna. En sämre konjunktur skapar förväntningar om stigande kreditförluster och vikande lönsamhet. Tillväxtsiffrorna för euroländerna liksom för Storbritannien och de nordiska länderna har kommit ut sämre än väntat under sommaren och de flesta framåtblickande faktorer pekar mot en fortsatt nedgång. I USA ökade BNP det andra kvartalet jämfört med det första kvartalet med över tre procent uppräknat till årstakt. Men en bidragande orsak är en kraftig uppgång i byggandet av kommersiella fastigheter. Det är illavarslande i ett land med en pågående bankkris då man kan förmoda att efterfrågan, efter

en sannolik överhettning, faller även i denna sektor. Exponeringar mot den kommersiella fastighetssektorn brukar ju utgöra en betydande del av bankernas förluster i de flesta bankkriser.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde med att påtala nedgången i oljepriset. Vid det förra penningpolitiska mötet låg oljepriset på en historiskt hög nivå då dagsnoteringen för Brentoljan låg på över 140 dollar per fat. Nu har den fallit ner till under 110 dollar per fat och terminspriserna ligger ungefär 20 dollar lägre än då. Förutsatt att det inte sker en återgång till stigande oljepriser har situationen blivit något mer lätthanterlig för centralbankerna, inklusive den svenska. Inflationstrycket lättar och det ges större utrymme att med penningpolitiken bemöta en svagare konjunktur.

Som en osäker fond bakom alla prognoser finns fortfarande den finansiella oron. Wickman-Parak delade Nybergs beskrivning och analys av utvecklingen på de finansiella marknaderna och instämde i hans slutsats att det inte skett någon förbättring sedan det penningpolitiska mötet i juli.

BNP-tillväxten i USA blev klart starkare än väntat under det andra kvartalet, men det menade Wickman-Parak att man inte skulle låta sig bländas av. Studerar man den bakomliggande statistiken ser man att tillväxten, liksom det senaste året, i hög grad var exportledd. När vi nu ser en svagare konjunktur i omvärlden och dollarn dessutom stärkts kan man inte förlita sig på att exporten kommer att vara en fortsatt stark tillväxtmotor i USA.

Bostadsinvesteringarna har fortsatt att falla och företagens maskininvesteringar har minskat något de två senaste kvartalen. En komponent i nationalräkenskaperna som under ett par år utvecklats starkt är byggandet av kommersiella lokaler. Det fortsatte andra kvartalet då dessa investeringar jämfört med det första kvartalet ökade med mer än 13 procent uppräknat till årstakt. Inte heller det expansiva elementet i efterfrågan väntas bestå utan en korrigering nedåt väntas i prognosen.

Wickman-Parak menade att den privata konsumtionen i USA är ett osäkert kort. Den har hållits uppe någorlunda väl med hjälp av de skatterabattcheckar som började sändas ut i slutet av april. Med utgången av juli har alla checkar sänts ut. I prognosen bedöms den privata konsumtionen knappt öka alls under det andra halvåret i år. Prognosen för BNP-tillväxten är 1,5 procent för i år och det ansåg hon vara en realistisk prognos. I likhet med bedömningen i juli förväntas en återhämtning i tillväxten inledas nästa år. Den förutsätter att bostadsmarknaden då har stabiliserats, att återverkningarna av den finansiella krisen ebbat ut och att sysselsättningen börjat vända uppåt. Wickman-Parak ansåg nu, liksom vid det penningpolitiska mötet i juli, att prognosen är genuint osäker.

Wickman-Parak menade att den som eventuellt hoppats på att ekonomin i euroområdet inte skulle påverkas så mycket av nedgången i USA har fått sina förhoppningar grusade. I samband med prognosen i juli fanns det tydliga tendenser till avmattning i form av försvagade indikatorer. Därför bedömdes att tillväxten det andra kvartalet skulle bli endast svagt positiv trots ett överraskande starkt första kvartal. Utfallet för det andra kvartalet visade sig bli ännu sämre då tillväxten jämfört med det första kvartalet blev negativ. Tillväxten föll i de stora euroländerna Tyskland, Italien och Frankrike. De allra flesta indikatorer för hushåll och företag pekar entydigt mot en fortsatt svag BNP-tillväxt och tillväxtprognosen för både i år och 2009 har justerats ner.

Wickman-Parak framförde också att den japanska ekonomin, som tidigare såg ut att klara sig relativt bra, hade negativ BNP-tillväxt andra kvartalet och tillväxtutsikterna framöver har försämrats.

Slutligen betonade Wickman-Parak att återhämtningen i världsekonomin inklusive Sverige som förutses i prognosen förutsätter en återhämtning i USA nästa år. Prognosen för USA:s ekonomi är, som redan nämnts, enligt hennes bedömning kringgärdad av stor osäkerhet. Därav följer att det även finns stor osäkerhet i prognosen som helhet.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** inledde med att påtala att det fanns tre problemområden som Riksbanken såväl som andra centralbanker har att hantera: Den finansiella oron fortsätter och tar sig nya uttryck och har ännu inte passerat kulmen. Stigande energi- och råvarupriser har drivit upp inflationen och osäkerheten är fortfarande stor om utvecklingen framöver. Sannolikheten för en mer dämpad utveckling av råvarupriserna har dock ökat. Slutligen har vi avmattningen i konjunkturen som kan betraktas som den säkraste observationen. Det sker successivt en dämpning av tillväxten och det finns till och med risk för recession på en del håll. Risken är alltså att konjunkturen försvagas ytterligare i omvärlden.

Rosenberg instämde i den bild Lars Nyberg givit av utvecklingen på de finansiella marknaderna. Den finansiella oron fortsätter och det är alldeles tydligt att tiden ännu inte är förbi för negativa överraskningar som ökar stressen på de finansiella marknaderna. Under sommaren har till exempel nervositeten åter tilltagit i samband med att det blivit klart att de amerikanska bolånejättarna Fannie Mae och Freddie Mac behöver såväl likviditetsstöd som solvensstöd. Den kraftiga konjunkturförsvagningen som sker i de baltiska länderna riskerar också att ge återverkningar i form av stramare förhållanden på den svenska kreditmarknaden.

Rosenberg bedömde att när det gäller den internationella konjunkturen så har utsikterna försämrats ytterligare under sommaren.

Prognosen för BNP-tillväxten i USA har reviderats upp något beroende på starkare utfall andra kvartalet än väntat. Rosenberg höll med den bedömning som görs i uppföljningen att det är troligt att detta bara är tillfälligt. Hushållens konsumtion fick en skjuts av de skatterabattscheckar som skickades ut huvudsakligen under andra kvartalet. Dessutom svarade nettoexporten för i stort sett hela tillväxten det andra kvartalet. Det är svårt att tro att exporten ska fortsätta att bidra till tillväxten i samma utsträckning. Exportorder enligt inköpschefsindex sjönk kraftigt i augusti och en svagare utveckling i omvärlden talar för att exporttillväxten kommer att sakta in. Det kommersiella byggandet ökade snabbt det andra kvartalet, men det finns ingen grund för att tro att detta är uthålligt. Enligt den amerikanska centralbankens enkät till bankerna stramas lånevillkoren nu åt för såväl stora och medelstora företag som små företag. Efterfrågan på lån ökar inte heller. Krisen i bostadssektorn fortsätter. Enligt statistiken har bostadsförsäljningen möjligen börjat plana ut, men priserna faller liksom ansökningarna om bostadslån. Förfallna skulder stiger också fortfarande. Inflationen är fortfarande hög, men det ser inte ut som om lönekostnaderna drivits upp. Rosenberg hade fortfarande svårt att tro att den amerikanska ekonomin ska vända upp så snabbt som prognosen förutsätter.

Rosenberg fortsatte med att påtala att vad gäller ekonomin i euroområdet så fanns det redan i juli information som talade för en svagare tillväxt under det andra kvartalet jämfört

med det starka första kvartalet. BNP-tillväxten har sedan saktat in snabbare än väntat och prognosen har justerats ned jämfört med bedömningen i juli. Olika konjunkturenkäter talar i stort sett entydigt för en fortsatt svag utveckling den närmaste tiden. Industriproduktionen faller och förtroendeindikatorerna för såväl hushållen som företagen har försämrats snabbt. Inflationen ligger betydligt över ECB:s mål även om den föll tillbaka en aning enligt det senaste månadsutfallet i augusti.

Rosenberg fortsatte med att betona att prognosen för den globala tillväxten förutsätter att det inte blir någon betydande inbromsning på tillväxtmarknaderna. Detta är dock ett osäkert antagande. Det är svårt att tro att inte tillväxten försvagas även där. De högre energi- och livsmedelspriserna minskar köpkraften även i dessa länder och man tvingas troligen delvis dra tillbaka subventionerna på dessa varor i flera länder. Konsensusprognoserna för Asien exklusive Japan har också reviderats ned en del de senaste månaderna. Det är därför en uppenbar risk för att tillväxten i världen dämpas mer än den nedrevidering med en tiondel som gjorts i prognosen för 2008 och 2009.

Riksbankschef **Stefan Ingves** påtalade att efter en lång period av låg inflation och hög tillväxt går vi nu in i en period av högre inflation än tidigare och fallande tillväxt. Tillväxten faller i utvecklade ekonomier medan den är fortsatt hög på tillväxtmarknader där tillväxten sannolikt fortsätter att vara gynnsam framöver. Det kan betyda att konjunktursvängningarna blir större än tidigare, även om den globala tillväxten sammantaget förblir god. Tillväxten i omvärlden i TCW-termer har mattats av och detta påverkar en öppen ekonomi som den svenska. I många länder förväntas en avtagande inflation till följd av en lugnare prisutveckling för energi, livsmedel och andra råvaror. Vad centralbanker ändå sannolikt kommer att behöva hantera är en varaktigt hög prisnivå på varor med stor efterfrågan i snabbväxande ekonomier, till exempel energi.

Vissa tillväxtländer har sina valutor knutna till dollarn vilket innebär att de importerar den expansiva amerikanska penningpolitiken. Dessutom har ett antal länder ett behov av att dra ned på sina energisubventioner. Frågan som kommer att återkomma är då hur lyckosam inflationsbekämpningen blir på olika håll i världen framöver.

Ingves framhöll att den internationella konjunkturedgången inte är förvånande. I flera länder var tillgången på krediter alltför hög alltför länge och det bidrog till en icke hållbar utveckling. Obalanserna i den globala ekonomin håller på att rättas till men det är fortfarande osäkert hur lång tid anpassningen tar. Man kan till exempel notera hur snabbt diskussionen om en "ny era" försvunnit. Tanken med den nya eran var att variationerna i BNP och inflation i världsekonomin hade minskat varaktigt och att den globala ekonomin befann sig i ett nytt läge. Det visar sig nu att det ifrågasätts om vi fått en varaktigt stabilare världsekonomi. Vi måste vara beredda på tvära kast i den internationella ekonomin som i sin tur kan påverka den svenska framöver.

För en liten öppen ekonomi med rörlig växelkurs och inflationsmål är det i en sådan värld viktigt att utnyttja de frihetsgrader som en självständig penningpolitik ger. Ränthebesluten behöver inte entydigt följa vad som sker på annat håll. Det innebär också att vi har beredskap för den penningpolitik som skulle krävas om helt annorlunda internationella scenarier skulle börja realiseras. Det kan rentav vara så att inflationsmålet blir än viktigare som ankare för penningpolitiken om finansiella obalanser och stora variationer i råvarupriser fortsätter att bidra till störningar i den internationella ekonomin under en längre period.

Ingves påtalade slutligen att problemen på de finansiella marknaderna i USA verkar följa ett inte helt ovanligt mönster där man nu går från enbart sub prime-specifika frågeställningar, det vill säga problemen relaterade till bostadslån för hushåll med låga eller ej verifierade inkomster, till olika typer av mer vanliga bankproblem som följer av en konjunktursvacka. Dåliga lån rent allmänt, solvensproblem och strukturomvandling kommer i fokus. Så länge de här problemen inte är helt lösta kommer misstänksamhet inom den finansiella sektorn och solvensbekymmer att påverka långivningen, vilket i sin tur har en effekt på den makroekonomiska utvecklingen. En liknande utveckling förefaller också ha betydelse för ekonomin i Europa. Osäkerhetsfaktorer i vårt närområde som måste följas noga är utvecklingen i Baltikum och på Island.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i stort sett med bilden av den internationella utvecklingen i den penningpolitiska uppföljningen och tyckte inte att han behövde upprepa vad som stod i den. Han hade dock tre kommentarer.

Öberg höll med om att det finns en risk att utvecklingen i USA blir svagare än i prognosen. BNP-tillväxten i USA var visserligen överraskande hög det andra kvartalet. Men tillväxten bars i stort sett bara upp av nettoexporten, medan den inhemska efterfrågan utvecklades svagt. Problemen på de finansiella marknaderna fortsätter och huspriserna fortsätter att falla. Erfarenheterna av tidigare finansiella kriser är att de ofta leder till mer utdragna perioder av låg tillväxt.

Men för världen som helhet hålls BNP-tillväxten troligen uppe på en relativt hög nivå. BNP-tillväxten i tillväxt- och utvecklingsländerna mattas nog också av, men den ligger ändå på en hög nivå driven av inhemska efterfrågan snarare än export. Det gör att världens tillväxt beräknas ligga på en högre nivå i år och de närmaste åren än vid de internationella konjunkturavmattningarna i början av 1990-talet och 2000-talet. Tillväxt- och utvecklingsländerna svarar tillsammans för ungefär hälften av världens BNP och för ungefär $\frac{3}{4}$ av tillväxten i världen 2008 och 2009.

Det finns också en risk för att inflationsprocessen globalt blir mer utdragen än bedömningen i prognosen. Det mest troliga är att inflationen i världen kommer att minska under det närmaste året. Normalt brukar inflationen avta när tillväxten gör det, även om det sker med en viss eftersläpning. En annan faktor som kan bidra till att inflationen dämpas är de sjunkande råvarupriserna. Men tillväxten i världen som helhet beräknas fortsätta att vara relativt stark och osäkerheten om råvaruprisernas utveckling är stor. Det räcker med ganska normala utbudstörningar för att oljepriset ska stiga igen.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** inledde med att han ställde sig bakom bedömningen i den penningpolitiska uppföljningen av konjunkturutsikterna i omvärlden. Han ville framhålla två saker. Den ena var huruvida oljeprisnedgången är bestående och vart priset tar vägen framöver. Det finns ett visst vetenskapligt stöd för att den bästa prognosmetoden är en så kallad random walk, det vill säga att anta att dagens oljepris är den bästa prognosen för det framtida priset, oavsett vad terminspriserna är. Den andra saken var att det i osäkra tider när mycket händer samtidigt och det finns stora störningar är en flexibel inflationsmålspolitik den mest robusta politiken och den som bäst kan hantera besvärliga situationer. Det är en fördel att många länder bedriver en sådan politik med ett explicit inflationsmål. Dessutom finns det några länder som bedriver en sådan politik med ett implicit inflationsmål. Det finns dock ett antal länder där valutan är knuten till den

amerikanska dollarn. Därigenom kommer man att importera den expansiva amerikanska penningpolitiken. Även om denna expansiva penningpolitik skulle vara riktig för USA är den knappast det för dessa länder utan är istället alltför expansiv. Svensson höll med Ingves tidigare inlägg att detta kan bidra till en ökad global inflation.

Stefan Ingves sammanfattade diskussionen med att det finns viss oro för den framtida BNP-tillväxten i USA. Det finns tecken på att inflationen faller i olika delar av världen, men från en mycket hög nivå. Den finansiella oron fortsätter och tar sig andra uttryck än tidigare.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde i stort sett med bilden av den svenska utvecklingen i den penningpolitiska uppföljningen. Han föreslog mot bakgrund av redovisningen i den penningpolitiska uppföljningen att räntebanan sänks i förhållande till den bana som redovisades vid det senaste penningpolitiska mötet i juli, men att styrräntan höjs med 0,25 procentenheter. Öberg påtalade att beslutet var svårt och anförde att det fanns tre skäl för att sänka räntebanan jämfört med den bana som redovisades i juli.

Oljepriserna och andra råvarupriser har fallit. Bedömningen är att oljepriset nästa år kommer att vara lägre än i prognosen i juli. Å andra sidan är oljepriset även efter denna nedrevidering betydligt högre än ifjol. Det gör att oljepriset kommer att bidra till hög inflation ett bra tag framöver. Dessutom är osäkerheten stor om oljepriset. Det kan även stiga.

Konjunkturavmattningen har förstärkts. BNP-prognosen har reviderats ned för i år och nästa år. Det dämpar efterfrågetrycket på inflationen. Å andra sidan tyder internationella studier på att sambandet mellan BNP-tillväxt och inflation numera är svagare än det var tidigare. Det kunde också konstateras i Sverige under åren i mitten av decenniet när vi hade en stark tillväxt och en låg inflation.

Förväntningarna på penningpolitiken i termer av terminsräntor i euroområdet har skiftat ned då en lägre ränta förutses framöver. En lägre räntebana i Sverige bidrar därmed inte till en försvagning av kronan och en fördyring av importen på samma sätt som den skulle ha gjort i juli. Riksbanken har inget mål för kronans kurs eller utveckling. Men på marginalen är det en faktor som har betydelse. Samtidigt påverkas kronans utveckling av många andra faktorer och kronan har försvagats sedan mötet i juli.

Öberg angav också tre viktiga skäl för att höja styrräntan.

Inflationen har fortsatt att stiga. Den låg i juli på den högsta nivån som har uppmätts sedan mitten av 1990-talet och långt över inflationsmålet. Den var också marginellt högre än prognosen vid det förra mötet i juli.

Inflationsförväntningarna är fortfarande höga. Olika mått ger lite olika bild, men samtliga mått ligger över inflationsmålet.

Kostnadstrycket har ökat. Nationalräkenskaperna för andra kvartalet visade att produktiviteten utvecklades sämre än prognosen i juli och prognoserna för kostnadstrycket har reviderats upp trots att prognosen för timlönerna reviderats ned.

Det finns också andra observationer som talar för en räntehöjning. Inflationen har stigit mer i Sverige än i euroområdet. Från att ha haft en inflation som var lägre än i euroområdet för ett år sedan har Sverige nu en inflation som är marginellt högre. Priserna på livsmedel har stigit snabbare i Sverige än i euroområdet. Priserna på livsmedel ökade med åtta procent i juli jämfört med samma månad ifjol, vilket är mer än i nästan alla länder i euroområdet. Det kan tyda på att det som startade som prisökningar på världsmarknaden har börjat sprida sig till andra varor. Konjunkturbarometern i augusti visade på fortsatt höga planer på prishöjningar i livsmedelshandeln. Två tredjedelar av företagen i livsmedelshandeln räknade med fortsatta prishöjningar. Även inom industrin var det en ganska stor andel företag som planerade att höja priserna på hemmamarknaden.

Öbergs bedömning var att det i nuvarande läge är rimligt att föra en något åtstramande penningpolitik. Både den nominella och den reala styrräntan ligger efter en höjning något över vad som kan betraktas som genomsnittliga nivåer. Det ansåg han vara en välavvägd penningpolitik.

Det mest troliga är att inflationen faller snabbt under 2009, givet den räntebana och de förutsättningar i övrigt som redovisas i den penningpolitiska uppföljningen. Men prognoser är osäkra. Öberg bedömde att han gärna ser att inflationen börjar falla i början av nästa år innan det lättas på penningpolitiken. Han uteslöt inte heller att reporäntan på sikt kommer att behöva sänkas till en lägre nivå än 4,25 procent om den ekonomiska utvecklingen visar sig bli avsevärt svagare än prognosen.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** inledde med att påminna om att hon vid det förra penningpolitiska mötet i juli stödde beslutet att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,5 procent men att hon däremot ansåg att det mest troliga var att det därefter inte skulle behövas någon mer räntehöjning för att återföra inflationen till målet. Det hade Rosenberg framför allt motiverat med att man kunde se tydliga tecken på inbromsning i ekonomin och att det skulle bidra till att dämpa inflationstrycket i ekonomin. Därför hade hon reserverat sig mot den räntebana som låg till grund för den penningpolitiska rapporten och som innebar stor sannolikhet för ytterligare ett par höjningar under hösten.

Rosenberg menade att argumenten sedan det förra penningpolitiska mötet stärkts för att räntan inte behöver höjas ytterligare för att inflationen ska komma tillbaka till målet på två procent. Inflationen har visserligen hittills utvecklats ungefär enligt prognosen i den förra rapporten och ligger fortfarande långt över inflationsmålet. Men den nya information som har kommit under sommaren talar för att inflationen kommer att utvecklas svagare framöver och att riskerna för spridningseffekter har minskat. Det finns ett antal skäl för det.

Oljepriset och priserna på livsmedelsråvaror har fallit tillbaka under sommaren. Till en del har därmed utvecklingen närmat sig det alternativscenari i julirapporten som analyserade konsekvenserna av lägre energi- och råvarupriser. Osäkerheten är fortfarande stor om hur dessa priser kommer att utvecklas på världsmarknaden. De kan naturligtvis ta fart uppåt igen, men sannolikheten för det har minskat till följd av den tydliga försvagning som har skett av konjunkturen i industriländerna och de ökade risker som finns för en svagare tillväxt även i utvecklingsländerna, som Rosenberg tidigare varit inne på.

Rosenberg framhöll att inflationsförväntningarna har stigit det senaste året och fortfarande ligger betydligt över inflationsmålet. Sedan i juli har bara ny information inkommit om hushållens och företagens inflationsförväntningar enligt Konjunkturbarometern. Hushållens

förväntningar har enligt den kommit ned något och är nu i linje med inflationsprognosen på 12 månaders sikt.

I diskussionerna om penningpolitiken sedan förra hösten har risken för att spridningseffekter av prisökningarna på energi och livsmedel ska leda till en varaktigt hög inflation varit en viktig fråga. Den risken bedömde Rosenberg ha minskat avsevärt som en följd av att tillväxten i BNP nu bromsar in snabbare och kraftigare än väntat. Andra kvartalet stannade tillväxten jämfört med samma kvartal i fjol vid 0,7 procent och mellan första och andra kvartalet ökade BNP säsongrensat inte alls. Det är visserligen osäkert om utvecklingen verkligen varit fullt så svag som den preliminära statistiken visar. Ofta revideras nämligen de första BNP-siffrorna upp när det kommer ett mer fullständigt statistikunderlag. Men i det här fallet talar även många andra viktiga indikatorer för att det sker en kännbar konjunkturavmattning i svensk ekonomi. Det gäller till exempel barometerindikatorn enligt Konjunkturbarometern som visar att stämningläget i svensk ekonomi har försämrats kraftigt och nu är mycket svagare än normalt. Inköpschefsindex visar också en markant försämring av industrikonjunkturen, liksom statistiken över produktion och orderingång i industrin. Även om det senare skulle ske en viss upprevidering av tillväxtsiffrorna enligt nationalräkenskaperna kommer bilden av en kraftig konjunkturinbromsning därför med all sannolikhet att bestå.

I juli var Rosenbergs bedömning att hushållens efterfrågan skulle bromsa in mer än vad som då låg i prognosen i den penningpolitiska rapporten. Det har också visat sig bli fallet och prognosen för den privata konsumtionen har nu reviderats ned. Hushållen har blivit betydligt dystrare under sommaren, enligt Konjunkturinstitutets tolkning är de betydligt mer pessimistiska än normalt. Det syns också i försäljningen i detaljhandeln, som har saktat ned ordentligt. Att priserna på olja och livsmedelsråvaror har fallit tillbaka en del kommer naturligtvis att ge en viss lättnad för hushållen. Men den uppgång i priserna som skett har lett till att hushållens köpkraft har gröpts ur. Därför är det sannolikt att hushållen kommer att fortsätta vara ganska återhållsamma med sin konsumtion. Till det bidrar också att reporäntan höjts från 3 till 4 ½ procent sedan början av förra året. Effekterna av detta har ännu inte slagit igenom fullt ut på efterfrågan och inflationen.

En avmattning av konjunkturen leder också till att resursutnyttjandet minskar. Det börjar nu ge tydliga avtryck på arbetsmarknaden. Sysselsättningen har utvecklats starkt de senaste åren och har fortsatt att öka under sommaren men lite långsammare än tidigare beräknat. Samtidigt talar olika indikatorer för arbetsmarknaden, till exempel bristtal och anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern, antalet varsel om uppsägning och antalet lediga platser ganska samstämmigt för att arbetsmarknaden är på väg att kylas av. Det minskar risken för att lönerna ska drivas upp. Lönerna har i själva verket ökat något mindre än väntat första halvåret och återigen har timlöneprognoisen fått justeras ned.

Rosenberg menade att det är svårare att bedöma hur produktiviteten kommer att utvecklas. Den steg inte under andra kvartalet som prognosen i juli förutsatte, utan fortsatte att falla. Det innebär att enhetsarbetskostnaderna trots lägre timlöner ökar snabbare än beräknat.

Detta kunde enligt Rosenberg självklart innebära en risk för att inflationen tar fart, något som måste bevakas noga. Men som Rosenberg utvecklat i samband med tidigare penningpolitiska möten är hon inte så orolig för detta i dagsläget. Rosenberg underströk att hon vid tidigare penningpolitiska möten påpekat att det var mer sannolikt att den svaga

produktiviteten skulle leda till att företagen drar ned på arbetskraften än att den skulle leda till att företagen försöker höja priserna snabbt. Hon stod fast vid denna bedömning. Det skulle vara betydligt större risker för prishöjningar i ett läge när efterfrågan stiger och konjunkturen stärks. Den uppbromsning som sker i tillväxten av BNP och inhemsk efterfrågan gör det troligen svårt för företagen att föra kostnadsstegringar vidare till konsumenterna. Inflationen exklusive energi, livsmedel och räntekostnader har visserligen stigit jämfört med den mycket låga nivån för ett par år sedan. Men den är fortfarande låg, cirka en procent och det talar för att inhemsk kostnadsdriven inflation så här långt inte är ett problem.

Rosenberg påtalade att inflationsprognosen har justerats ned i den uppföljning som nu presenteras och inflationen mätt med KPI väntas vara tillbaka nära målet 2 procent i början av 2010. Men hennes bedömning var att inflationen kan bli lägre än så med den penningpolitik som ges av räntebanan. Ett skäl för det är att hon bedömde att risken för inflationseffekter till följd av den svaga produktivitetsutvecklingen är något mindre än vad som förutsätts i prognosen i inflationsuppföljningen till följd av den snabba uppbromsningen av tillväxten. Ett annat skäl är att Rosenberg bedömde att den internationella tillväxten riskerar att mattas av mer än vad som ligger i prognosen. Det får i så fall också återverkningar på den svenska tillväxten och därmed på inflationen.

Rosenbergs slutsats av detta var att räntan nu bör lämnas oförändrad. Hon menade att sannolikheten för att den ska behöva höjas senare i år är mycket liten. Tvärtom kommer den troligen att behöva sänkas mer nästa år än vad som ligger i räntebanan i uppföljningen för att inflationen skall vara nära målet på ett par års sikt. Rosenberg förordade därför en lägre räntebana än i utkastet till i den penningpolitiska uppföljningen. Hon förordade att reporäntan i stort sett ligger kvar på 4,5 procent i år och nästa år sänks mer än vad som nu förutsätts i den penningpolitiska uppföljningen.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** pekade på att de svenska bankerna, som ju inte drabbats av några nämnvärda kreditförluster till följd av subprime-krisen, har mött ett minskande intresse från investerarna och drabbats av stigande upplåningskostnader. Bankerna får nu betala cirka 100 räntepunkter utöver räntan på en statsobligation för att kunna placera sina säkerställda bostadsobligationer. Det är mellan fyra och fem gånger marginalen jämfört med förhållandena före krisen. Sådana prisskillnader kan inte förklaras av skillnader i kreditrisk – säkerställda bostadspapper är så nära statspapper man kan komma när det gäller kreditrisk. Nyberg menade att det ändå inte är osannolikt att marginalerna består under resten av detta år, givet förhållandena på de internationella marknaderna.

Nyberg noterade vidare att det i Sverige tillkommer en oro för utvecklingen i de baltiska staterna. Nybergs bedömning var att det successivt kommer att komma allt sämre ekonomiska nyheter från dessa ekonomier under hösten och vintern. Det kan bidra till högre upplåningskostnader för alla de svenska bankerna, men naturligtvis i första hand för de banker som har verksamhet där. Den tendensen har synts klart i marknaden under de senaste veckorna.

Nyberg menade att detta kan ha betydelse för penningpolitiken. En naturlig följd är att bolåneräntorna och andra utlåningsräntor fortsätter uppåt. När upplåningskostnaderna stiger kommer de svenska bankerna att vilja kompensera sig för detta genom att ta ut högre utlåningsräntor från kunderna. Nybergs bedömning var att bankerna på detta sätt kommer

att bidra till inflationsbekämpningen utöver och alldeles oavsett vad Riksbanken gör med reporäntan.

När det gäller konjunkturen har ovanligt mycket hänt sedan det penningpolitiska mötet i juli. Då dominerade inflationsoron till följd av snabbt stigande priser främst på olja, råvaror och livsmedel och en försämrad konjunktur förväntades infalla under hösten. I nuläget har prisstegringarna på dessa produkter brutits och konjunkturedgången visat sig komma i en snabbare takt än väntat, både internationellt och i Sverige. Nyberg menade att det mer känns som inledningen till en traditionell konjunktursvacka.

Vidare menade Nyberg att bilden av en snabbt fallande konjunktur tydligast målas upp i Konjunkturinstitutets barometerdata. Den samlade konfidensindikatorn är den lägsta sedan juli 2003 och samtliga industribranscher bidrar till den negativa bilden. Orderingsgången faller snabbt från både hemmamarknaden och exportmarknaden. Bristen på arbetskraft har minskat markant. Hushållen fortsätter att vara starkt pessimistiska om landets ekonomi såväl som den egna och detaljhandeln visar en svag försäljningsutveckling.

De preliminära BNP-siffrorna tyder på att tillväxten i ekonomin avstannat det andra kvartalet. På arbetsmarknaden minskar antalet nyanmälda lediga platser medan varslen om uppsägning ökar. Bostadsmarknaden har dämpats något snabbare än väntat. Nyberg underströk att han delade den grundsyn på utvecklingen som Irma Rosenberg utvecklat mer i detalj. Han menade att den bild av en ekonomi i snabb inbromsning som kunde anas i juli och som gjorde att han reserverade sig mot den reporäntebana som presenterades då och som innebar fler höjningar av reporäntan under hösten, nu har blivit mycket tydligare.

I juli kände direktionen stark oro för att resursutnyttjandet skulle fortsätta att vara så högt att det väsentligt skulle bidra till inflationstrycket. Nyberg menade att den risken känns betydligt mindre idag. Det är exempelvis svårt att tro att löntagarna skulle vilja säga upp existerande avtal för omförhandling med nuvarande konjunkturutsikter. Visserligen har produktiviteten fortsatt att falla och bidragit till att hålla uppe kostnadstrycket, men Nybergs bedömning var att den snabba inbromsningen i ekonomin mer än neutraliserar detta. Dessutom ligger det i prognosen att produktiviteten åter ska börja stiga. Nyberg tyckte även att oron för att ökade olje-, råvaru- och livsmedelspriser skulle sprida sig i ekonomin minskat väsentligt i och med att prisutvecklingen där har vänt nedåt. Om man rensar KPI för dessa priser och för de ökade boendekostnader som är en följd av Riksbankens egna räntehöjningar hamnar inflationen under en procent. Även om man inte rensar för detta faller inflationen snabbt ner mot två procent under början av 2009.

Nyberg underströk att han liksom sina kollegor i direktionen oroas av de höga inflationssiffrorna. Men med nuvarande konjunkturbild ansåg han att reporäntan inte måste höjas för att nå inflationsmålet. Utvecklingen av den reala ekonomin kommer att driva ned inflationen, kanske med bistånd av höjda bankräntor. Nyberg tyckte inte heller att det var nödvändigt att vänta för att se att inflationen verkligen faller. Han ansåg att det fanns tillräckligt stöd för denna utveckling i prognosen. Inflationsförväntningarna har redan börjat falla och det skulle vara förvånande om de inte fortsätter att göra det. Nyberg ansåg inte heller att reporäntan behövde höjas för att upprätthålla trovärdigheten för inflationsmålet.

När det gäller räntebanan, som ju är en signal om hur penningpolitiken bör agera i framtiden, givet vad vi vet idag, så var Nybergs syn att det är mycket liten sannolikhet att det kommer att behövas några räntehöjningar under hösten. Nyberg avslutade med att

konstatera att om konjunkturen skulle ta fart igen och inflationstrycket öka i stället för att falla så skulle han inte känna det svårt att ändra sig på den punkten.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** inledde genom att konstatera att hon i likhet med Lars Nyberg inte delade Svante Öbergs uppfattning om att man ska vänta tills inflationstakten faller innan penningpolitiken kan lättas. Penningpolitiken ska vägledas av inflationsprognoser. Wickman-Parak övergick sedan till att kommentera konjunkturläget och utsikterna framöver. Wickman-Parak menade att hon redan vid det penningpolitiska mötet i juli såg tydliga tecken på en avmattning och att hon sedan dess stärkts i sin uppfattning. De utfallssiffror som kommit sedan julimötet, exempelvis den preliminära BNP-siffran för andra kvartalet, industriproduktionen samt orderingången, pekar alla i samma riktning, det vill säga mot en mycket försvagad konjunktur. Nedgången för den svenska ekonomin har kommit snabbare och blivit mer markerad än vad som förväntades för bara två månader sedan.

BNP-siffrorna för de första två kvartalen är preliminära och kan komma att revideras upp. Bilden av en försvagad tillväxt kvarstår dock med stor sannolikhet även efter en sådan upprevidering. I stort sett alla indikatorer stödjer bilden av en svag tillväxt och pekar på en bred avmattning i både tillverkningsindustrin, tjänstenäringarna och handeln, livsmedelshandeln undantagen. Hushållens syn på den svenska ekonomin och arbetsmarknaden har försämrats snabbt. Som ett exempel anförde Wickman-Parak att det i slutet av 2007 enligt Konjunkturinstitutets konjunkturbarometer var en stor andel av hushållen som trodde att arbetslösheten skulle vara lägre om ett år. Nu är det istället en klar majoritet av hushållen som tror att arbetslösheten är högre om ett år.

Wickman-Parak påtalade att försämringen av hushållens förtroende för ekonomin har åtföljts av en dämpad konsumtionstillväxt. Detta gäller främst för kapitalvaror vilket är vanligt i början av en konjunkturedgång. Försäljningen i sällanköpsvaruhandeln har blivit betydligt svagare än vad företagen i konjunkturbarometern förväntat sig. Blickar man framåt kan man också se av hushållsbarometern att planerna på inköp av kapitalvaror har skruvats ner betydligt.

Wickman-Parak menade vidare att det inte bara är den privata konsumtionen som försvagats utan även investeringar och export. BNP-tillväxten har fått revideras ned både för 2008 och 2009. I prognosen förväntas en återhämtning 2009 i linje med omvärlden där Sveriges export bedöms bli en viktig drivkraft. Hon återknöt dock till sitt tidigare inlägg i diskussionen om den internationella bilden där hon argumenterade för att en internationell konjunkturuppgång är avhängig en återhämtning i USA och därför långtifrån säker.

Direktionen har vid tidigare penningpolitiska möten uppmärksammat att indikatorerna för arbetsmarknaden såsom antalet varsel, nya platser samt anställningsplaner pekat mot en avkylning av arbetsmarknaden. Sedan det penningpolitiska mötet i juli har arbetsmarknadsindikatorerna fortsatt att utvecklas åt samma håll.

Bedömningen av resursutnyttjandet mätt med hjälp av olika mått visar att detta visserligen ligger över det normala men att det sjunker i snabb takt. Kapacitetsutnyttjandet enligt Statistiska centralbyrån och Konjunkturinstitutet ligger visserligen fortfarande på en hög nivå men är på väg nedåt. Denna bild kompletteras av att andelen företag som svarar ja på frågan om brist på maskin- och anläggningskapacitet är det främsta hindret för ökad produktion har minskat från cirka 30 procent för ett år sedan till 20 procent idag.

Vidare menade Wickman-Parak att det är ovanligt att i princip alla indikatorer så samstämmigt visar att den svenska konjunkturen snabbt försämras på bred front. Höga energipriser, en avmattning i den internationella konjunkturen och finansorn har bidragit till nedgången. Även de räntehöjningar som Riksbanken genomfört för att dämpa efterfråge- och inflationstryck har bidragit till detta. Wickman-Parak höll med Irma Rosenberg om att effekten av räntehöjningarna ännu inte fått fullt genomslag.

Wickman-Parak menade att inflationen rör sig mot inflationsmålet i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen även utan en höjning av reporäntan. Hon menade vidare att det är svårt att se att ett inhemskt genererat inflationstryck skulle riskera att kullkasta den bedömningen.

Det är svårt att hitta en bra förklaring till fallet i produktiviteten som indikeras av de preliminära produktivitetssiffrorna. En möjlig förklaring kan vara att företagen inte hunnit anpassa sin arbetsstyrka till den vikande efterfrågan. Wickman-Parak förklarade att hon tidigare varit bekymrad över produktiviteten men att det var under en period då efterfrågan och trycket på arbetsmarknaden såg annorlunda ut. Löneutfallen har också fortsatt att komma in lägre än förväntat. Även om de preliminära siffrorna skulle stå sig och den svaga produktiviteten leder till en ökning av kostnadstrycket var Wickman-Parak inte orolig över en sådan utveckling med motiveringen att det i det rådande konjunkturläget borde vara svårt för företagen att föra kostnadsökningarna vidare till konsumentledet.

Wickman-Parak menade också att man i utfallsiffrorna för inflationen inte kan se att prisökningarna på olja och andra råvaror spridits vidare till andra priser. Om dessa komponenter samt effekten av höjda räntor exkluderas hamnar inflationstakten under en procent i juli. Hon menade att reporäntehöjningen i juli var en åtgärd för att försäkra sig om att spridningseffekten inte uppstår. Oljepriset och andra råvarupriser har gått ned vilket minskar riskerna för spridningseffekter på den underliggande inflationen. Hon menade vidare att det finns anledning att vara observant på hur inflationsförväntningarna utvecklas men att dessa borde sjunka då den faktiska inflationstakten går ned.

Sammanfattningsvis menade Wickman-Parak att reporäntan borde lämnas oförändrad. En höjning riskerar att förstärka konjunkturedgången och den fulla effekten av tidigare räntehöjningar har ännu inte fått fullt genomslag. Hon påpekade vidare att den förstärkning av den svenska tillväxten som förväntas under 2009 är beroende av en internationell återhämtning som är långtifrån självklar.

Wickman-Parak ställde sig inte bakom den reporäntebana som föreslagits i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen. Hon påpekade att den reporäntebana som presenteras öppnar för en sänkning av reporäntan under 2009. Hon argumenterade dock att styrkan i den ekonomiska nedgången gör att det kan bli nödvändigt att sänka räntan mer än reporäntebanan. Wickman-Parak noterade vidare att det ändå kan finnas en viss sannolikhet för en höjning av reporäntan senare i höst. Detta skulle kunna utlösas av en utveckling där råvarupriserna återigen stiger snabbt. Hon påpekade dock att ett sådant scenario inte automatiskt måste resultera i en reporäntehöjning eftersom även effekterna på konjunkturen samt det inhemska inflationstrycket då måste vägas in.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** förklarade att det med flexibel inflationsmålspolitik gäller för direktionen att vid varje beslutstillfälle bestämma en reporäntebana så att penningpolitiken är väl avvägd. Med detta menas att prognosen för inflation och

resursutnyttjande ser bra ut i den meningen att den indikerar att inflationen närmar sig inflationsmålet och resursutnyttjandet närmar sig normal nivå i en lämplig takt. På vilken tidshorisont 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 som görs mellan att stabilisera inflationen och resursutnyttjandet framgår av den prognos som presenteras i den penningpolitiska uppföljningen.

Den nya och lägre reporäntebana som presenteras i utkastet till den penningpolitiska uppföljningen medför en inflationsprognos enligt vilken inflationen till att börja med är hög men sedan ganska snabbt närmar sig inflationsmålet och är nära målet i början av 2010. Svensson underströk att han ansåg att denna prognos är den bästa men att den också är tämligen optimistisk då den förutspår att den höga inflationen kommer att falla snabbt.

Svensson fortsatte med att diskutera resursutnyttjandet. Prognosen för resursutnyttjandet som reporäntebanan medför visas i diagram 12 i den penningpolitiska uppföljningen. Det är viss skillnad mellan BNP-gapet och tim-gapet. BNP-gapet, det vill säga skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion, har fallit avsevärt från sin högsta nivå. Gapet förväntas enligt prognosen bli negativt, det vill säga att produktionen ligger under den potentiella, i slutet av 2008 och botten på en nivå av minus en procent under senare hälften av 2009. BNP-gapet närmar sig normal-nivån noll i slutet av prognosperioden. Enligt BNP-gapsprognosen närmar sig Sverige ganska snabbt en tydlig lågkonjunktur med ett klart negativt BNP-gap. Detta reser frågeställningen om penningpolitiken är för restriktiv.

Svensson påpekade dock att detta BNP-gap är gapet mellan BNP och potentiell BNP skattat med en så kallad HP-trend. En HP-trend är ett mycket bristfälligt mått på potentiell output eftersom det inte tar tillräcklig hänsyn till temporära produktivetsförändringar. Ett mer rättvisande mått på potentiell BNP tar hänsyn till produktivetsförändringar och faller därmed när produktiviteten faller. När produktiviteten är låg är ett mer rättvisande BNP-gap större än HP-gapet för BNP. Svensson hävdade att i en situation med temporära produktivetsförändringar är tim-gapet ett bättre mått på resursutnyttjandet. Tim-gapet som visas i diagram 12 indikerar att resursutnyttjandet för närvarande är högt men att det faller snabbt för att bli nära normalt i början av 2010. När tim-gapet används som mått på resursutnyttjandet ser prognosen för inflation och resursutnyttjande bra ut, i den meningen att den utgör en rimlig kompromiss mellan att stabilisera både inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt det normala. Svensson framhöll att, som han sagt vid tidigare penningpolitiska möten, det finns ett betydande utrymme för förbättringar av Riksbankens beräkningar av måtten för potentiell output och resursutnyttjande.

Vidare noterade Svensson att den nya reporäntebanan ligger lägre än den som presenterades i juli, vilket motiveras av lägre olje- och råvarupriser samt att tillväxten bromsat in mer än förväntat. Inflationsförväntningarna verkar ha stabiliserats eller till och med sjunkit något men ligger fortfarande på en hög nivå. Detta kunde vara ett resultat både av ny information om den ekonomiska utvecklingen och av den förda penningpolitiken.

Svensson betonade att det är den reala och inte den nominella reporäntebanan som har betydelse för penningpolitiken. Den reala reporäntebanan som visas i diagram 10 ligger något högre än den som presenterades i den penningpolitiska rapporten i juli. Den reala reporäntan ligger dock för närvarande betydligt under sitt långsiktiga genomsnitt. Den reala

reporäntebanan i diagram 10 är beräknad under antagandet att inflationsförväntningarna för det närmaste kvartalet ges av prognosen för inflationen om fyra kvartal. Eftersom prognosen för inflationen om fyra kvartal faller relativt fort blir den reala reporäntebanan förhållandevis hög och toppar på 2,75 procent innan den faller tillbaka mot 2,25 procent. Man kan diskutera vilka antaganden om inflationsförväntningarna som är mest rimliga. Om man istället utgår från att inflationsförväntningarna ges av prognosen för inflationen om ett kvartal istället för fyra blir realreporäntebanan betydligt lägre. Realreporäntebanan går först ner till 0,5 procent för att sedan toppa på 2,5 procent. Detta indikerar en alltjämt expansiv penningpolitik.

Svensson betonade att oavsett hur den reala reporäntan beräknas så ligger den i nuläget betydligt under sitt långsiktiga genomsnitt. Han fann det därmed motiverat att höja reporäntan nu och låta den nya reporäntebanan ligga lägre än den gamla, vilket enligt hans tidigare resonemang resulterar i en rimlig kompromiss mellan att både stabilisera inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt normalt. Sammanfattningsvis ansåg Svensson att prognosen för inflation och realekonomi ser bra ut med den nya reporäntebanan och gav sitt stöd till reporäntebanan i den penningpolitiska uppföljningen och en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter.

Svensson påpekade att det verkar uppstå ett läge där Ingves utslagsröst måste avgöra. Vissa bedömare skulle kunna reagera på att direktionen inte är helt enig om beslutet om reporäntan och reporäntebanan. Men om penningpolitiken är väl avvägd är det inte så konstigt om det står tre-tre i omröstningen. Om man ser reporäntebeslutet som en minimering av en u-formad, så kallad förlustfunktion av reporäntan, så varierar ju värdet på förlusten mycket litet runt själva minimum. Då kan man lätt komma till olika slutsatser om var detta minimum ligger.

Lars Nyberg instämde i Svenssons inlägg att oenighet inte i sig är något problem. Tvärtom ökar det trovärdigheten för penningpolitiken. **Irma Rosenberg** instämde och poängterade att i en penningpolitisk kommitté som Riksbankens direktion, som består av ledamöter med individuellt ansvar kommer man allt emellanåt att vara oeniga om besluten. Det förutsattes redan i lagstiftningen och så har det också fungerat sedan 1999.

Riksbankchef **Stefan Ingves** började med att instämma med analysen i utkastet till penningpolitisk uppföljning gällande den allmänna ekonomiska utvecklingen. Ingves noterade vidare att det vid det penningpolitiska mötet i juli gjordes en tydlig upprevidering av inflationsprognosen för 2008 och 2009. Upprevideringen var en följd av högre energi- och livsmedelspriser samt ett stigande underliggande inflationstryck, relaterat till ett högt resursutnyttjande i svensk ekonomi under senare år. Det fanns i juli också risk för att inflationsförväntningarna skulle stiga kraftigt. Direktionen påpekade att man var beredd på att det kunde krävas fortsatta räntehöjningar för att se till att prisökningarna inte skulle sprida sig vidare i ekonomin och bidra till högre inflationsförväntningar och en allmän prisuppgång. Sedan mötet i juli har det kommit indikationer på en svagare internationell konjunktur samtidigt som inflationen är fortsatt hög i USA och euroområdet. Även i Sverige har inflationsutfallen mätt som KPI blivit något högre än vad Riksbanken räknat med, medan utfallen för BNP-tillväxten har varit svagare än väntat. Produktiviteten har utvecklats svagare än förväntat vilket bidragit till stigande enhetsarbetskostnader. Svag produktivitet under en längre tid riskerar att leda till ett ökat kostnadstryck. Det är svårt att på kort sikt

komma till entydiga slutsatser men perioden med obetydliga ökningar av enhetsarbetskostnaderna verkar vara över.

Resursutnyttjandet i Sverige mätt som arbetade timmar är högre än normalt i utgångsläget men förväntas dämpas framöver. Stefan Ingves noterade att prognosen för KPI-inflationen reviderats ned något men att den fortfarande ligger betydligt över målet till slutet av 2009. En lägre oljeprisbana och svagare konjunkturbild bidrar till den lägre inflationsprognosen.

Inflationsförväntningarna låg vid det penningpolitiska mötet i juli över målet och var de högsta på mycket länge. Den allra senaste tiden har dock inflationsförväntningarna minskat något. Riksbankens reporäntehöjning i juli och den högre reporäntebanan kan ha bidragit till att inflationsmålets uppfyllande blivit mer trovärdigt och därmed bidragit till något lägre inflationsförväntningar. Även fallande råvaru- och livsmedelspriser kan ha bidragit. Ingves påpekade dock att det är viktigt att notera att inflationsförväntningarna fortfarande ligger över inflationsmålet. Råvaruprisutvecklingen är fortsatt volatil och den globala utvecklingen osäker. Det går därför inte att utgå från att faran är över när det gäller inflationsförväntningarna och den framtida inflationsutvecklingen. Tvärtom är det viktigt att föra en penningpolitik som bidrar till att de långsiktiga inflationsförväntningarna närmar sig målet.

Sammanfattningsvis menade Ingves att det är lämpligt att höja reporäntan med 0,25 procentenheter. En höjning tydliggör att Riksbanken tar inflationsmålet på största allvar. Ingves poängterade att han vill se en minskning av inflationen och inflationsförväntningarna innan det kan ske en lättnad av penningpolitiken. En höjd reporänta kan också tänkas ge ett visst stöd åt kronan vilket är viktigt när det gäller att dämpa inflationsimpulser utifrån.

Ingves menade vidare att den samlade bedömningen av ny information talar för en något flackare räntebana än bedömningen i juli. När bedömningarna om både den internationella och den inhemska ekonomin är så osäkra är en flack räntebana naturlig. Det indikerar ett "vänta och se"-läge vilket är naturligt när det råder stor osäkerhet om både inflationsförväntningarna och konjunkturdämpningen. Ingves framhöll att realreporäntan inte är särskilt hög i ett längre perspektiv och det är därmed svårt att hävda att penningpolitiken är för återhållsam, speciellt som inflationen samtidigt ligger långt över inflationsmålet. Det höga resursutnyttjandet, de goda statsfinanserna samt överskottet i bytesbalansen gör att utgångsläget är gott för att klara både en begränsad konjunkturedgång med tillväxt ungefär kring trend mot slutet av prognoshorisonten samtidigt som inflationsmålet uppfylls.

Ingves fortsatte med att ta upp en helt annan fråga. För närvarande offentliggörs inte hur ledamöterna röstat i pressmeddelandet som publiceras dagen efter beslutet. Ingves menade att direktionen borde överväga att införa detta för att ytterligare öka transparensen.

Lars Nyberg höll med Ingves om att det kunde vara bra att redan i pressmeddelandet offentliggöra hur olika ledamöter röstat. De penningpolitiska nyanser som återfinns i protokollet borde i viss utsträckning kunna återspeglas i pressmeddelandet. Detta skulle öka transparensen mot marknaden och bidra till trovärdigheten för penningpolitiken.

Samtliga övriga ledamöter ställde sig positiva till att utreda frågan vidare.

Irma Rosenberg bemötte Svenssons inlägg om Riksbankens beräkningar av resursutnyttjandet och realräntan. Irma Rosenberg höll med om att det finns problem med

de tre gap som beräknas med HP-trender och som används för att uppskatta resursutnyttjandet men menade att de gäller även timgapet. Hon ansåg därför att Riksbanken måste titta på en rad olika indikatorer för resursutnyttjandet såsom till exempel bristtal, anställningsplaner, kapacitetsutnyttjande och arbetsutbud för att få en god uppfattning om hur resursutnyttjandet utvecklas. Rosenberg påpekade att hon trodde att konjunkturedgången kommit längre än vad HP-gapen indikerar. När det gäller realräntan menade Rosenberg att det i dagsläget inte ger så mycket vägledning för de penningpolitiska besluten att diskutera enbart i termer av realräntans nivå. Inflationen har under kort tid drivits upp till en hög nivå genom tillfälliga effekter som sedan väntas klinga av snabbt. Enbart av det skälet har realräntan först fallit för att sedan komma att stiga mycket snabbt. Det finns olika sätt att mäta realränta och de ger i en sådan situation mycket olika resultat. Det är dessutom närmast ogörligt att förutse vad sådana svängningar i realräntan får för effekter. Dessutom måste man för att kunna komma fram till vad som är en väl avvägd penningpolitik ta hänsyn till hur efterfrågan och utbudet i ekonomin och därmed inflationen påverkas av andra faktorer än reporäntan, till exempel hur efterfrågan från omvärlden utvecklas, hur olika riskpremier på de finansiella marknaderna förändras och hur växelkurser utvecklas.

Lars E.O. Svensson höll med Rosenberg om att inget av gapen är perfekt men menade att tim-gapet nu är bättre än BNP-gapet. Riksbanken måste göra prognoser för resursutnyttjandet även om det är komplicerat. Innan Sverige och andra länder införde inflationsmål fanns det de som argumenterade emot inflationsmål eftersom det är så svårt att göra inflationsprognoser. Men inflationsmålspolitiken har blivit en stor framgång. Beträffande resursutnyttjandet gäller det att hitta de bästa tillgängliga måtten. Riksbanken måste givetvis studera olika indikatorer och väga samman dessa. Beträffande realräntan gäller det att hitta det lämpligaste måttet på inflationsförväntningarna för att beräkna den. Detta är inget oöverstigligt problem och är något som Riksbanken bör fortsätta att arbeta med.

Barbro Wickman-Parak höll med om att Riksbanken måste arbeta med att utveckla så bra mått som möjligt på resursutnyttjandet. Hon menade att de gap som idag beräknas kan användas för vägledning men att man även måste titta på andra indikatorer. Behovet av att använda olika mått för resursutnyttjandet kommer förmodligen att kvarstå så långt vi kan blicka framåt.

Stefan Ingves sammanfattade den penningpolitiska diskussionen baserat på sin tolkning av beslutsläget i direktionen.

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. Under senare tid har dessa priser fallit tillbaka. Även inflationsförväntningarna har dämpats men är fortsatt höga. Samtidigt har tillväxten i produktiviteten blivit oväntat svag, vilket ökat kostnadstrycket.

Tillväxten både i Sverige och i omvärlden har fallit mer än väntat. 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. Riksbankens bedömning är att resursutnyttjandet, till exempel mätt som kapacitetsutnyttjandet i industrin eller bristen på

arbetskraft, fortfarande är något högre än normalt men att det faller under prognosperioden.

Inflationen har fortsatt att stiga i Sverige, inflationsförväntningarna är fortsatt höga och kostnadstrycket har ökat. En höjning av reporäntan behövs nu för att inte prisökningarna på energi och livsmedel ska sprida sig till andra områden. Med en högre reporänta avtar inflationen och är nära målet 2 procent inom ett par år.

Jämfört med bedömningen i juli har den framtida banan för reporäntan sänkts. Det beror bland annat på att oljepriset och även övriga råvarupriser har sjunkit. Dessutom har tillväxten bromsat in mer än förväntat både i Sverige och i omvärlden.

Det råder som vanligt osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen och därmed också osäkerhet om hur reporäntan kommer att utvecklas framöver. Reporäntan kan exempelvis bli högre om kostnadstrycket blir högre än förväntat. Om däremot den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden blir svagare än väntat kan räntan behöva bli lägre.

§ 4. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden konstaterade att det förelåg förslag om att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,75 procent och förslag om att hålla reporäntan oförändrad på 4,5 procent.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen torsdagen den 4 september 2008 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,75 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 10 september 2008,
- att höja utlåningsräntan till 5,50 procent respektive inlåningsräntan till 4,00 procent med tillämpning från onsdagen den 10 september 2008,
- att torsdagen den 4 september 2008 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 31 2008, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 17 september kl 9:30.

Direktionsledamöterna Lars Nyberg, Irma Rosenberg och Barbro Wickman-Parak reserverade sig mot beslutet att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och ansåg att reporäntan skulle hållas oförändrad. De reserverade sig även mot den reporäntebana som inkluderas i den penningpolitiska uppföljningen och förordade en lägre räntebana. De bedömde att den uppbromsning som nu sker i ekonomin riskerar att bli mer uttalad än prognosen i den penningpolitiska uppföljningen anger och att inflationstrycket dämpas i



större utsträckning än vad som förutses i uppföljningen. De menade att någon räntehöjning i dagsläget inte behövdes vare sig för att upprätthålla trovärdigheten för penningpolitiken eller för att uppnå inflationsmålet.

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.