



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 24

DATUM: 2008-12-03

MÖTESTID: Kl 9:00

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 (via telefon §2-3)

Sigvard Ahlzén  
Hanna Armelius  
Claes Berg  
Kurt Gustavsson  
Kerstin Hallsten  
Jesper Hansson  
Ann-Christine Högberg  
Anna Lidberg  
Tomas Lundberg  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Christina Nyman  
Mattias Persson  
Maria Sjödin  
Åsa Sydén  
Staffan Viotti  
Anders Vredin

### § 1. Den ekonomiska utvecklingen

Det antecknades att Hanna Armelius och Kurt Gustavsson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1, 2 och 3.

Mattias Persson, chef för avdelningen för finansiell stabilitet, inledde med att redogöra för den senaste utvecklingen vad gäller finansiell stabilitet. Bankerna har fortfarande svårt att finansiera sig på de internationella kapitalmarknaderna, även om det finns tecken på att "Commercial Paper"-markanden i USA sakta börjar komma igång.

Anna Lidberg från avdelningen för penningpolitik redovisade utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan direktionens förra möte torsdagen den 27 november. Kronan har under

de senaste månaderna försvagats kraftigt och försvagningen har hållit i sig. Oljepriset har fortsatt att falla och ligger nu på den lägsta nivån på 3½ år. Räntorna har sjunkit i såväl Sverige som euroområdet, Storbritannien och USA. I Sverige är det framförallt räntan på fem års sikt som har fallit.

Anders Vredin, chef för avdelningen för penningpolitik, lade fram underlag till direktionens diskussion i form av utkast till penningpolitisk uppföljning. Han noterade inledningsvis att förutsättningarna för underlaget i form av en omvärldsbild, utvecklingen på de finansiella marknaderna och en sammanvägning av tidigare alternativa scenarier för tillväxten i omvärlden, lägre oljepris och svagare växelkurs hade presenterats av avdelningen för penningpolitik och diskuterats vid ett möte med direktionen den 27 november. På ett möte den 1 december gjordes en redovisning av ny information om svensk ekonomi (bland annat nationalräkenskaperna för tredje kvartalet), med mer detaljerade prognoser och alternativa scenarier.

Revideringarna har varit ungefär lika stora i prognoserna den här gången som inför det penningpolitiska mötet i oktober. Prognosen för BNP-tillväxten i omvärlden (i TCW-viktade termer) har nu liksom då reviderats ned med 0,9 procentenheter. Även prognoserna för oljepriset, KPI och växelkursen har reviderats i ungefär samma storleksordning denna gång som inför förra mötet. Dessa revideringar leder också till motsvarande storlek på nedrevideringen av reporäntan i prognosen.

De stora nedrevideringarna beror i första hand på att indikatorerna för fjärde kvartalet, i form av industriproduktion, konsumtion och olika förtroendeindikatorer är mycket svaga. BNP-utfallen i omvärlden har blivit ungefär som förväntat. Priserna på olja och råvaror har dock blivit lägre än prognosen. Samtidigt har ränteförväntningarna i till exempel USA och euroområdet fallit. Den senaste statistiken från nationalräkenskaperna visar också på en lägre tillväxt än förväntat under tredje kvartalet i Sverige. Det har kommit många varsel på arbetsmarknaden och förväntningarna hos hushållen och företagen har försämrats snabbt. Oljepriset har också fallit dramatiskt sedan det senaste penningpolitiska mötet. Kronan har dock försvagats mer än förväntat, vilket dämpar nedgången i tillväxten samtidigt som det verkar för att dra upp inflationen.

Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har fallit kraftigt såväl i Sverige som i USA och euroområdet sedan september. Konsumentförtroendet är också svagt men fallet sedan september är inte lika dramatiskt.

Enligt huvudscenariot i den penningpolitiska uppföljningen kommer inflationen att hamna under målet under 2009 och 2010. Resursutnyttjandet faller snabbt och kommer att bli lägre än normalt de kommande två åren. Tillväxten i Sverige och omvärlden vänder upp i slutet av 2009, och arbetsmarknaden vänder lite senare. Prognoserna för inflation, tillväxt och sysselsättning är lägre än i prognoserna som presenterades i oktober.

## § 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde diskussionen med att konstatera att den ekonomiska utvecklingen i världen blir allt svagare. Internationella organisationer som IMF, OECD och FN reviderar nu ner sina prognoser för tillväxten i världen i snabb takt. Öberg menade att stämningen vid de internationella möten han har deltagit i har varit mycket

pessimistisk. För både USA och euroområdet får vi nu räkna med en negativ BNP-tillväxt nästa år. Även tillväxt- och utvecklingsländerna har nu börjat påverkas av finanskrisen och den svagare utvecklingen i de utvecklade länderna.

Vi kan också konstatera att inflationen i världen har börjat sjunka. I USA har inflationstakten minskat tre månader i rad till 3,7 procent i oktober. I euroområdet har den minskat fyra månader i rad och särskilt markant i november då den sjönk till 2,1 procent. Priserna på råolja och andra råvaror har fallit från tidigare höga nivåer. Den realekonomiska utvecklingen är dessutom mycket svag. Det troliga är därför att inflationen faller ganska snabbt det närmaste året.

Den ekonomiska politiken har reagerat kraftfullt på den nya situationen i många länder. Penningpolitiken, som kan förändras snabbt, har blivit mer expansiv. Räntorna har sänkts påtagligt i flera länder och förväntningarna är inställda på ytterligare räntesänkningar. När det gäller finanspolitiken är det rimligt att räkna med en kraftigt stimulerande finanspolitik i USA och en viss finanspolitisk stimulans även i EU. Det kan dämpa djupet i konjunktturnedgången.

Men det finns en risk att lågkonjunktturen blir både djupare och mer långvarig än vi förutsätter. Erfarenheterna av tidigare finansiella kriser tyder på att de åtföljs av längre perioder av svag tillväxt och den nuvarande finansiella krisen är ovanligt kraftig och omfattar stora delar av världen. Avgörande för att det inte ska ske är att de finansiella marknaderna börjar fungera normalt igen så att en längre period med finansieringssvårigheter för företag och hushåll kan undvikas.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** ansåg att den finansiella utvecklingen i omvärlden inte har blivit bättre, snarare tvärtom. Trots allt större räddningspaket i USA och Europa har inte blodomloppet - det finansiella systemet - kommit igång som förväntats. Vissa marknader har sakta öppnats, till exempel marknaden för företagscertifikat i USA, men då huvudsakligen till följd av stödåtgärder från myndigheterna. Marknaderna för medelfristig och lång upplåning är fortfarande stängda för de flesta företag både inom och utom den finansiella sektorn. Bilden domineras fortfarande av en stark vilja från huvuddelen av de finansiella instituten i världen att minska sin riskexponering och krympa sina balansräkningar. Under november har många finansiella tillgångar som handlas internationellt fallit i värde. I många länder har utvecklingen lett till en allvarlig kreditåttstramning. Det är svårt att se tecken på att förtroendet håller på att återvända på bred front.

Den finansiella krisen har fortsatt att förstärka konjunkturbedgången, som i sin tur förvärrar den finansiella krisen. Tillväxtsiffrorna har justerats ned kraftigt världen över, orderingången till industrin faller, byggnadsverksamheten viker, huspriserna stagnerar eller minskar och förtroendeindikatorerna pekar brant ned. Det gäller nu inte bara industriländerna utan också de flesta av tillväxtländerna. Ett antal centralbanker har sänkt sina styrräntor. I vårt närområde har de baltiska länderna drabbats hårt. Nyberg kunde inte påminna sig en konjunkturbedgång som kommit med sådan snabbhet och kraft.

Riksbankschef **Stefan Ingves** instämde i Öbergs och Nybergs beskrivningar. Det har tidigare varit en lång period med billig likviditet, stigande tillgångspriser och finansiella innovationer. Det har spätt på efterfrågan. Sparandet har varit lågt i USA, men högt i Asien. Alla faktorer som tidigare verkade för expansionen drar nu åt motsatt håll. Alla efterfrågar nu likviditet

och färre efterfrågar varor, vilket leder till att tillväxten blir mycket lägre än vad som tidigare antagits. Vad vi nu ser är den snabbaste förändringen av konjunkturbilden sedan 1990-talets början. Vi var ändå på väg in i en konjunkturavmattning, men nu snabbas förloppet upp av att vi samtidigt har en finanskris. Det innebär att centralbankerna måste stabilisera ekonomin samtidigt som man måste se till att transmissionsmekanismen återställs. Utan fungerande transmissionsmekanism blir penningpolitiken mindre verkningfull. Båda dessa faktorer bidrar till lägre räntor.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** ansåg att det är svårt att finna en motsvarighet under de år som gått sedan hon började arbeta med prognoser till den snabba försämring av konjunkturläget som nu sker, där alla indikatorer pekar nedåt för så stora delar av världsekonomin. De internationella finansiella marknaderna fungerar fortfarande dåligt. Det är svårt för banker och företag att finansiera sig på marknaden. Det finns också indikatorer både i USA och i Euroområdet som tyder på att lånevillkoren i bankerna har skärpts ytterligare för företagen. Konsekvenserna av detta syns nu också tydligt i fallande orderingång för investeringsvaror i till exempel USA och Tyskland. Ju längre det dröjer innan förtroendet på de internationella finansmarknaderna återvänder desto större är risken att brist på finansiering leder till allvarliga problem brett i näringslivet.

BNP föll tredje kvartalet både i USA och i euroområdet väl i linje med oktoberprognosen. Men olika konjunkturindikatorer talar för att konjunkturen nu försvagas snabbt och att det framöver blir betydligt svagare än väntat. I USA sätter den finansiella krisen fortfarande en stark prägel på den ekonomiska utvecklingen. Utlåningen till hushållen har dämpats. Bostadsmarknaden ser ännu inte ut att ha bottnat och arbetsmarknaden fortsätter att försvagas. Detta talar för att hushållen kommer att fortsätta att hålla igen på sina konsumtionsutgifter framöver. Även i euroområdet ger ny information en mycket dyster bild. Förtroendeindikatorerna enligt EU-barometern har liksom inköpschefsindex fallit tillbaka kraftigt och ligger nu på en rekordlåg nivå.

Många utvecklingsländer var tidigare delvis förskonade från effekter av den finansiella krisen. Men efter Lehmankonkursen påverkas betydligt fler länder än tidigare. Svårigheter att få finansiering kommer med all sannolikhet att dämpa tillväxten även i dessa länder ytterligare.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ansåg att det var bra att det penningpolitiska mötet tidigare lagts. I oktober fanns det en viss tillförsikt om att alla då vidtagna åtgärder i omvärlden och i Sverige skulle leda till att en stabilisering snart skulle börja ge sig tillkänna. Så har det emellertid inte blivit. Som Nyberg sade i sitt anförande har situationen knappast förbättrats på det finansiella området utan det krävs istället fortsatta ingripanden från centralbankerna för att de finansiella marknaderna överhuvudtaget ska fungera.

Wickman-Parak pekade vidare på att prognosen för tillväxten i omvärlden reviderades ned kraftigt till det penningpolitiska mötet i oktober. Denna gång är nedjusteringen av samma storleksordning. Fördjupningen av konjunktursvackan har blivit överraskande snabb och även ganska färsk prognoser har blivit obsoleta. Som Ingves var inne på har den finansiella krisen stor betydelse i sammanhanget. De senaste två månaderna har viktiga konjunkturindikatorer tangerat eller slagit tidigare bottenrekord. Inköpschefsindex för industrin i USA har t.ex. fortsatt att falla brutalt. Mätningen i september låg på 50 som markerar brytpunkten mellan expansion och kontraktion. I november var siffran under 40

och börjar närma sig bottenappen från lågkonjunkturerna i början och slutet av 1970-talet. Konsumentförtroendet i USA är nu bland det lägsta som uppmätts sedan undersökningarna började i mitten på 1960-talet. Det djupa fallet i förtroendet har satt ordentliga spår; den privata konsumtionen föll tredje kvartalet med 3,7 procent i uppräknad årstakt och fallet i oktober månads detaljhandel pekar på en mycket svag inledning av innevarande kvartal. Det är mycket ovanligt med faktiska fall i konsumtionen ens för enstaka kvartal. Senast detta hände var i början av 1990-talet i spåren av spar- och lånekrisen.

I euroområdet var tillväxten negativ både andra och tredje kvartalet och indikatorerna för hushåll och företag ligger också här på historiskt låga nivåer. Det senare gäller även Storbritannien. Även i Japan har de två sista kvartalen uppvisat fallande tillväxt och konjunkturindikatorerna pekar rakt nedåt.

Den nya prognosen innebär att BNP i USA, Japan och euroområdet beräknas falla nästa år. BNP för våra största handelspartners (TCW-vägd BNP) beräknas falla med ungefär en halv procent nästa år och det är en nedrevidering med nästan en procentenhet sedan i oktober. Prognosen ligger i linje med det alternativscenariot med fördjupade effekter av finanskrisen som presenterades i den penningpolitiska rapporten i oktober.

Konjunkturedgången har fått bred geografisk spridning; för industriländerna handlar det om fallande BNP medan tillväxtländerna nu också berörs tydligt och får se tillväxten mattas av.

I spåren av fallande priser på energi och andra råvaror har också inflationsbilden ändrats högst påtagligt. Den genomsnittliga inflationen hos Sveriges handelspartners väntas bli knappt 1,5 procent nästa år. Det är en nedrevidering från 2 procent i oktober och i somras var vår prognos 2,5 procent. Under sommaren var stagflationen, dvs. kombinationen av svag eller fallande tillväxt och hög inflation, ett diskussionstema i den internationella debatten. Den debatten har snabbt ersatts av en diskussion på temat deflation; ska 1930-talets onda spiral upprepas? Ute i världen ingriper nu centralbanker och regeringar för att stötta det finansiella systemet och stimulanspaketet har beslutats eller förbereds. Det är en av flera skillnader i förhållande till 1930-talet. I våra prognoser förutsätts att alla åtgärder bidrar till att tillväxten återhämtar sig så att den åter blir positiv 2010. Skulle det vara så att ekonomierna gått så i baklås att åtgärderna inte får någon effekt på efterfrågan kan deflationen bli mer än ett diskussionstema, men det är inte vårt huvudscenariot.

Vice riksbankschef **Lars E. O. Svensson** hade inget att tillägga utöver det som sagts och ställde sig bakom analysen av och prognosen för den internationella utvecklingen i den penningpolitiska uppföljningen.

**Stefan Ingves** sammanfattade diskussionen och konstaterade att det finns en entydig bild av utvecklingen i omvärlden. Tillväxtutsikterna har reviderats ned, problemen på finansmarknaderna består och inflationstrycket dämpas snabbt. Allt detta påverkar den svenska utvecklingen.

### § 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

**Lars E. O. Svensson** inledde med att påpeka att den snabba och breda försämringen av utsikterna för realekonomin har motiverat att det penningpolitiska mötet har tidigarelagts. I

detta läge är det också en fördel att Riksbanken tidigare kan lämna besked om penningpolitiken. Som flera andra ledamöter redan har konstaterat utgör den fortgående finansiella krisen och det snabbt försämrade läget och utsikterna för realekonomin en mycket onormal situation. Den finansiella krisen medför att själva transmissionsmekanismen för penningpolitiken fungerar sämre. Det finns anledning att tro att effekten av räntesänkningar och skift i räntebanan på realekonomi och inflation blir mindre än vanligt, men det är samtidigt också större osäkerhet om denna effekt.

Det är således en mycket onormal situation, men det gäller ändå att bedriva en normal penningpolitik så gott det går. Med detta menar Svensson att det fortfarande gäller att föra en flexibel inflationsmålpolitik såtillvida att det fortfarande gäller att sätta räntan och välja en räntebana så att Riksbanken på bästa sätt både stabiliserar inflationen runt inflationsmålet och resursutnyttjandet runt normalt. Det gäller alltså att föra en normal penningpolitik i en mycket onormal situation, där det är svårare än vanligt att bedöma hur räntebanan ska väljas för att prognosen för inflation och resursutnyttjande ska se så bra ut som möjligt. I detta svåra läge har våra medarbetare under stor tidspress gjort en storartad insats och levererat ett så bra beslutsunderlag som överhuvudtaget är möjligt i detta läge.

Med hänsyn till det snabbt försämrade läget och de försämrade utsikterna för realekonomin och resursutnyttjandet, och med hänsyn till den brant fallande inflationen och lägre inflationsprognosen, är det motiverat med en stor räntesänkning och ett stort skift nedåt i reporäntebanan för att i detta läge på bästa sätt stimulera realekonomin och hindra att resursutnyttjande och inflation blir för låga under prognosperioden. Svensson ansåg att den räntebana och den prognos för realekonomi och inflation som presenteras i den penningpolitiska uppföljningen är så rimliga och omdömesgilla som är möjligt i detta onormala läge. Han stödde därför en sänkning av reporäntan med 175 punkter, en sänkning av reporäntebanan samt den analys och den prognos som presenteras i uppföljningen.

Den nya reporäntebanan och den nya prognosen för realekonomin och inflationen är ju som vanligt väntevärdesriktiga prognoser, prognoser av väntevärdet av framtida realiseringar av reporänta, resursutnyttjande och inflation. Längre fram kan realekonomi och inflation komma att utvecklas bättre eller sämre än vår väntevärdesprognos. Skulle läget och utsikterna utveckla sig sämre än vår prognos blir det vid nästa beslutstillfälle fråga om att ytterligare sänka reporäntebanan. Skulle läget och utsikterna istället utvecklas bättre blir det istället fråga om att höja reporäntebanan igen.

Kronan har försvagats kraftigt. Detta har lett till en debatt om huruvida det är en nackdel i detta läge att ha en egen valuta istället för att vara med i euroområdet. Självt anser Svensson att det är en fördel i detta läge att ha en egen valuta och en rörlig växelkurs. Den försvagade kronan medför i själva verket en önskvärd och välbehövlig stimulans till exporterande och importkonkurrerande företag och branscher parallellt med den stimulans som en sänkt reporäntebana medför. I en situation när den vanliga räntekanalerna i transmissionsmekanismen kan vara försvagad på grund av att de finansiella marknaderna fungerar sämre kan det vara särskilt bra att växelkurskanalen finns.

**Svante Öberg** höll med Svensson om att underlaget till dagens möte är bra. Det ger en detaljerad beskrivning av vad som har hänt under senare tid och rimliga prognoser för framtiden. Han ville därför begränsa sina kommentarer till några övergripande frågor.

Den ekonomiska utvecklingen är mycket svag även i Sverige. BNP har i stort sett stagnerat tre kvartal i rad och vi har reviderat ner prognosen för tillväxten. Sysselsättningen kommer att minska och arbetslösheten kommer att öka kraftigt de närmaste två åren. Liksom för omvärlden finns det dessutom en risk att lågkonjunkturen i Sverige blir både djupare och mer utdragen än vi nu räknar med. Sverige är ett litet land och vi är starkt beroende av vad som händer i omvärlden.

Det är också rimligt att förutsätta att inflationen kommer att minska snabbt det närmaste året. Den har redan vänt neråt från toppnivån på 4,4 procent i september till 4,0 procent i oktober och vi räknar nu med att den har kommit ner till 2,5 procent i november. Priserna på råolja och andra råvaror har fallit på världsmarknaden och den realekonomiska utvecklingen är mycket svag.

Öbergs bedömning är att med den aktuella prognosen bör reporäntan inom det närmaste halvåret sänkas till 2 procent eller lägre om det går ännu sämre än väntat. Det ger en underliggande inflation på ungefär 2 procent under prognosperioden och en real reporänta nära noll, vilket kan vara rimligt när vi vill stödja utvecklingen av produktion och sysselsättning. Frågan är bara hur snabbt räntan ska sänkas.

Ett bekymmer i detta sammanhang är att kronan har försvagats med över tio procent sedan i somras. Försvagningen hänger troligen samman med turbulensen på de finansiella marknaderna och vi förväntar oss att kronan stärks igen när finanskrisen mattas av. Men om den inte gör det så stärker det visserligen exporten och dämpar importen, men det innebär också en betydande inflationsimpuls i den svenska ekonomin. Det kan heller inte uteslutas att kronan försvagas ytterligare, särskilt om utvecklingen i de baltiska länderna försämras.

Det får som vanligt bli en avvägning av olika faktorer mot varandra. Den fallande inflationen och den svaga utvecklingen av produktion och sysselsättning talar för stora och snabba räntesänkningar. En räntesänkning skulle också underlätta en stabilisering av den finansiella sektorn. Den svaga kronan talar däremot för en mer gradvis sänkning. I nuvarande läge väger de första argumenten tyngre. Öberg stödde därför förslaget om en sänkning av reporäntan med 1,75 procentenheter.

**Barbro Wickman-Parak** ville fästa uppmärksamheten på hushållens konsumtion, som minskade något tredje kvartalet jämfört med motsvarande kvartal året innan. Det var betydligt svagare än väntat och detaljhandelsomsättningen för oktober tyder på en mycket svag inledning av fjärde kvartalet. Hushållens syn på arbetsmarknadsläget framöver har fortsatt att försämras rejält. I september hade en övervikt på 50 procent av hushållen en negativ syn, i november var det en övervikt på 80 procent. Även om sysselsättningen ännu hålls uppe har hushållen alldeles uppenbarligen tagit intryck av den kraftiga varselvågen i oktober och november. Ökade varsel, färre lediga platser och företagens, enligt Konjunkturinstitutets (KI) barometer, kraftigt nedreviderade anställningsplaner är några av de indikatorer som tydligt signalerar att arbetsmarknaden kyls av. Sysselsättningsprognosen har också reviderats ner. Sämre arbetsmarknad, fallande aktiebörs och avkylningen av bostadsmarknaden har fått hushållen att bli försiktiga alldeles oavsett att deras inkomstutveckling hittills varit god.

Liksom i omvärlden är konjunkturindikatorerna i Sverige nedslående. Företagens förtroendeindikatorer enligt KI-barometern har rasat. Novemberbarometern, som kommit

helt nyligen, visar att samtliga sektorer som ingår i mätningarna har försvagats rejält. Inköpschefsindex har också fallit brant till historiskt låga nivåer.

BNP har varit svagt fallande andra och tredje kvartalet i år, mätt konsekutivt. Tillväxtprognosen för nästa år är nedjusterad i ungefär samma utsträckning som i oktober och nu förutses ett fall i BNP på en halv procent nästa år.

Beslutssituationen är på sätt och vis enkel. Det råder inget tvivel om att räntenivån ska ner ordentligt och att inflationsutsikterna inte lägger några restriktioner på handlandet. Tvärtom krävs en lägre ränta för att det också ska vara möjligt att nå inflationsmålet inom prognoshorisonten.

Wickman-Parak ställde sig därför bakom förslaget att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter. Det är en exceptionellt stor sänkning och ett avsteg från det sätt på vilket Riksbanken normalt bedriver penningpolitik och som karakteriserats av gradvisa förändringar i reporäntan. Situationen är dock exceptionell. Problemen på finansmarknaderna har inte lösts upp trots stora insatser och konjunkturen dyker. Då krävs en stor räntesänkning för att mildra fallet i produktion och sysselsättning och minska risken för att ekonomin kan hamna i en deflationistisk spiral. Risken för det ska inte överdrivas. Svensk ekonomi har ett gott utgångsläge och det finns ett utrymme för stimulanser via finanspolitiken. I vår prognos antar vi också att detta kommer att utnyttjas. Men man ska också vara medveten om att om en deflationsspiral uppstår är det en situation som är svårt att komma ur. Penningpolitiken ska hantera risker och i dagens situation är det bättre att riskera att ta till för mycket än det motsatta. Det är ju dessutom så att vi på grund av höga riskpremier i finanskrisens spår fått, och riskerar att få, mindre genomslag av räntesänkningarna.

Det kan naturligtvis diskuteras hur stor sänkningen ska vara. Det går inte att fastställa med exakthet, men en reporäntnivå på 2 procent förefaller rimlig. Givet det kan det också diskuteras om räntesänkningarna ska delas upp i flera steg, men det finns inte någon fördel med det. Räntesänkningen behövs nu och en faktisk leverans borde ge snabbare effekt än om en del kommer nu och resten ligger i en räntebana som är en prognos och inte ett löfte.

Sammanfattningsvis förordade Wickman-Parak en räntesänkning med 1,75 procentenheter och ställde sig bakom den räntebana som presenteras i den penningpolitiska uppföljningen. Den visar att reporäntan ligger kvar på 2 procent under 2009 med en liten sannolikhet för att ytterligare sänkningar kan behövas. Wickman-Parak påpekade att hon hittills främst hade berört problemen med konjunkturen i ett närliggande perspektiv. Det är svårt att uttala sig om 2010, men den prognos som presenteras förefaller rimlig om allt det som görs i omvärlden och här hemma när det gäller finanspolitiken, penningpolitiken och arbetet med att lösa upp problemen på finansmarknaderna ger resultat.

Då det gäller den kraftiga försvagningen av kronan delade Wickman-Parak Svenssons uppfattning att den kortsiktigt ger välbehövlig hjälp till svensk export, som kämpar på en krympande marknad. När krisen klingar av är det troligt att kronan stärks. En mer långvarig kronförsvagning skulle kunna skapa problem med inflationen längre fram, men penningpolitiken tar aldrig time-out utan ska vara på sin vakt och agera när problem dyker upp.



**Stefan Ingves** konstaterade att problemen i den finansiella sektorn kvarstår. Den internationella konjunkturbilden är svag och i Sverige påverkas vi i hög grad. En del av försämringen är redan observerbar i statistiken och annat syns ännu inte. Speciellt statistiken över lånevolymerna släpar efter. Samtidigt är det känt att det pågår mycket som är bekymmersamt, vilket märks inte minst i och med den stora utlåning som Riksbanken tvingats till. Inflationen faller också snabbt och väntas hamna under målet en tid. Det är därför rimligt att sänka räntan. En variant är att vidmakthålla den strategi som Riksbanken traditionellt använt med små förändringar. Det är dock bättre att ta i på ett sådant sätt att Riksbanken tydliggör att det nu är ett nytt läge. Det skulle inte tillföra något att ha en mer utdragen process. Vi kommer att klara inflationsmålet med en lägre ränta.

Transmissionsmekanismen fungerar sämre än vanligt. Den neutrala jämviktstyrrentan bör vara lägre än annars eftersom räntorna på kreditmarknaden ändå blir relativt höga. Den snabbt fallande inflationen innebär också att det med hänsyn till realräntan behövs en snabb räntesänkning. Ingves ställer sig därför bakom förslaget att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter.

Ingves påpekade att det är vanligt att mindre valutor deprecierar mer än större valutor i tider av internationell oro. Det skulle kunna innebära en risk för en större inflationsimpuls. Men man kan inte heller utesluta att konjunkturedgången blir ännu mer utdragen, vilket verkar i motsatt riktning. Därför fann Ingves att den föreslagna räntebanan var en god avvägning och den bästa möjliga bedömningen i nuläget.

**Lars Nyberg** menade att vi i Sverige har ett gott utgångsläge med stabila statsfinanser och ett antal år med överskott i bytesbalansen bakom oss. Det svenska finansiella systemet har också hittills klarat sig bättre än många andra, men svårigheten för bankerna att efter mitten på september låna internationellt har krävt stödjande åtgärder även från svenska myndigheter. Utan myndighetsåtgärder hade det finansiella systemet knappast fungerat, vare sig i Sverige eller i andra länder. De ansträngda förhållandena har lett till att reporäntan tappat något av sin förmåga att påverka andra korta räntor och därmed den reala ekonomin. Men den svenska styrräntan fungerar ändå bättre som penningpolitiskt instrument än styrräntorna i många andra industriländer. Den svenska konjunkturen faller icke desto mindre i samma snabba takt som den internationella. Konjunkturbarometern har krupit ner till sin lägsta nivå sedan 1993. Orderingången till många stora företag har minskat kraftigt och varslen på arbetsmarknaden duggar tätt. Hushållens förmögenheter minskar till följd av börsnedgång och fallande fastighetspriser och den privata konsumtionen faller också. Nedjusteringarna i tillväxtprognoserna för detta år och nästa förefaller väl motiverade.

Inflationen faller väsentligt snabbare än vi hade anledning att tro och inflationsförväntningarna likaså. Kronan har minskat kraftigt i värde, men det gäller också andra valutor i små länder med rörlig växelkurs. Sannolikt är det i första hand knutet till den finansiella krisen och speglar en flykt till valutor som anses säkrare i orostider. Därmed bör också en korrigerande ske när så småningom krisen tonar av. Oro i Baltikum kan fördröja denna process, men inflationsimpulser från en lågt värderad krona känns inte som ett stort problem för närvarande. Det finns under dessa omständigheter goda möjligheter att utnyttja penningpolitiken för att motverka konjunkturedgången utan att detta behöver äventyra inflationsmålet.

I detta läge av i det närmaste fritt fall i konjunkturen och stor osäkerhet om framtiden är det nödvändigt att sänka reporäntan kraftigt. Att finräkna på en räntebana är inte så meningsfullt, osäkerheten är alltför stor. Det är enligt Nyberg också bättre att ta till litet för mycket än att vara för snål med en räntesänkning. Det är nu stimulansen av en lägre ränta behövs. Nyberg ansåg därför att förslaget att sänka reporäntan till två procent var bra.

**Irma Rosenberg** ansåg att det varit angeläget att tidigarelägga det penningpolitiska mötet. Skälet är att all information som kommit tydligt talar för att det behövs en rejäl sänkning av räntan. Det finns inte heller några skäl att vänta med detta. En fördel är också att räntebeslutet kommer på lite längre avstånd från jul- och nyårshelgen.

Att det sker en mycket tydlig och snabb avmattning av konjunkturen i omvärlden påverkar även den svenska ekonomin. Olika konjunkturindikatorer talar också entydigt för att det sker en ännu snabbare inbromsning av konjunkturen även i den svenska ekonomin än vi tidigare räknat med. Det är svårt att hitta några positiva inslag i informationsflödet om den reala ekonomin sedan det förra penningpolitiska mötet. BNP-tillväxten för tredje kvartalet blev betydligt svagare än väntat. Jämfört med för ett år sedan var BNP i stort sett oförändrad och jämfört med andra kvartalet i år blev det t.o.m. en liten minskning. Då ska man ha klart för sig att den här uppbromsningen i tillväxten i huvudsak har skett innan finanskrisen accelererade i mitten av september. De finansiella marknaderna fungerar fortfarande dåligt och det finns skäl att tro att det kommer att påverka tillväxten negativt under de kommande kvartalen precis som prognosen i huvudscenariot speglar.

Såväl exporten som investeringarna och den privata konsumtionen saktade ned tredje kvartalet. Särskilt anmärkningsvärd var utvecklingen av hushållens konsumtion. Nog räknade vi vid oktobermötet med att ökningstakten i konsumtionen skulle dämpas något men nu blev det en rejäl inbromsning. Konsumtionen föll till och med något jämfört med motsvarande kvartal i fjol. Uppbromsningen skedde brett över många varukategorier, men särskilt svag var utvecklingen av utgifterna för inköp och drift av fordon. Detaljhandelsförsäljningen i oktober talar för att hushållen är ännu mer återhållsamma under fjärde kvartalet och hushållsbarometern pekar i samma riktning. Arbetsmarknadsindikatorerna talar också för att det nu sker en snabb nedkylning av arbetsmarknaden och det ger så småningom utslag på hushållens inkomster. Utvecklingen på börser och bostadsmarknad bidrar också till att hushållen sannolikt kommer att vara mycket återhållsamma framöver och prognosen i uppföljningen att den privata konsumtionen kommer att falla under nästa år ser därför rimlig ut.

Konjunkturbarometern och inköpschefsindex har fortsatt att falla till rekordlåga tal och produktion och orderingång i industri faller också. Man får därför räkna med svaga utfall för tillväxten även fjärde kvartalet.

När det gäller inflationsutsikterna har det skett en total omsvängning jämfört med i somras. Både företagets och hushållens inflationsförväntningar är nu nära inflationsmålet enligt konjunkturbarometern. Inflationen ser ut att falla tillbaka både snabbare och betydligt mer än vi räknade med i oktober. Att dämpningen av efterfrågan blir starkare än väntat talar för detta liksom att priserna på olja och andra råvaror på världsmarknaden har fortsatt nedåt. Inflationen kommer därför troligen att falla mycket snabbt och hamna under målet under nästa år.

Detta talar sammantaget för att det behövs en rejäl sänkning av reporäntan för att dämpa nedgången i konjunkturen och se till att inflationsmålet kan uppnås inom rimlig tid. Vid en mer traditionell konjunkturavmattning finns det goda skäl att sänka räntan gradvis. Men med hänsyn till finanskrisen och den mycket dramatiska försämring som skett i olika konjunkturindikatorer samtidigt som inflationen ser ut att falla mycket snabbt är det mycket tydligt att reporäntan behöver sänkas rejält. Rosenberg såg inga skäl att vänta utan tyckte att reporäntan borde sänkas till 2 procent direkt, dvs. att den skulle sänkas med 1,75 procentenheter. Därmed är den nere på en nivå där den troligen kan ligga kvar under rätt lång tid.

Effekterna på inflationen av att valutakursen har försvagats kraftigt de senaste månaderna har Rosenberg inte varit så orolig för. I dagsläget hjälper en svagare krona till att nå inflationsmålet eftersom inflationen nu väntas falla snabbt och hamna under målet. På sikt är det också troligt att kronan kommer att stärkas i samband med att effekterna av finanskrisen avtar.

**Svante Öberg** ville komma tillbaka till frågan om kronans utveckling. Vi ska väl idag inte klara ut om det är en fördel eller nackdel att ha en flytande växelkurs istället för att ingå i euroområdet. Men en kommentar kan ändå vara på sin plats. Det är inte en normal konjunktursvacka vi nu talar om där det kan vara till fördel att ha en valuta som deprecierar och stärker den reala utvecklingen. Det är en kombination av en finansiell kris och en flytande växelkurs. Flera länder i EU, vilka står utanför eurosamarbetet, har fått se sina valutor depreciera kraftigt. Det gäller exempelvis Ungern, Polen, Tjeckien och Rumänien. I Ungerns fall har det resulterat i att man har måst söka stöd hos IMF och EU till följd av svårigheter att finansiera sig på de internationella finansmarknaderna. Slovenien som är med i eurosamarbetet och Slovakien som kommer med vid årsskiftet har inte haft dessa problem. Den svenska och den norska kronan har försvagats kraftigt och även den danska kronan har utsatts för betydande tryck. Island har drabbats av ett sammanbrott. De baltiska länderna har, som Nyberg påtalat, betydande problem och situationen i Lettland är särskilt bekymmersam. Det kan inte uteslutas att en försämring av utvecklingen i de baltiska länderna leder till problem även för de svenska bankerna och för Sverige som nation att finansiera sig på de internationella finansmarknaderna. Det är inte det mest sannolika, men det är en risk vi inte kan bortse från.

**Lars E. O. Svensson** påpekade vidare att har Riksbanken och andra centralbanker traditionellt tidigare ägnat sig åt så kallad ränteutjämning, "interest-rate smoothing" på engelska. Detta innebär att räntan ändrats långsamt och i små steg. Ett sådant beteende är kanske rimligt om läget och utsikterna för realekonomin och inflationen ändras långsamt och osäkerheten om utvecklingen är stor, men det är knappast rimligt om läget och utsikterna ändras snabbt och i en bestämd riktning. Det är intressant att flera centralbanker tycks ha lämnat denna ränteutjämning bakom sig under den finansiella krisen. Federal Reserve, Riksbanken och Bank of England har sänkt räntan i stora steg. Dagens sänkning är ännu ett exempel på detta. Det är mycket möjligt att flera centralbanker, inklusive Riksbanken, när situationen normaliserats och den finansiella krisen är över, inte kommer att ägna sig åt lika mycket ränteutjämning framöver som tidigare.

Svensson påminde också om att en prognos med låg räntebana, inflation och resursutnyttjande kan framhäva risken för deflation, nollränta och likviditetsfälla. Reporäntan kan ju inte sänkas längre än till noll. Om det då fortfarande råder deflation och

deflationsförväntningar kan realräntan fortfarande vara för hög och medföra en otillräcklig stimulans till realekonomin. Detta har varit alla centralbankers mardröm. Dock finns det mycket forskning om och erfarenheter från deflationen och likviditetsfällan i Japan, inte minst om de misstag som beslutsfattare gjorde då. Denna forskning och dessa erfarenheter har gett upphov till en verktygslåda med okonventionella verktyg som kan tas i bruk om Sverige skulle hamna i en sådan situation.

Risken för deflation och nollränta har ibland framförts som ett argument för att centralbanker ska "spara på krutet", dvs. inte sänka räntan för snabbt mot noll utan vänta och ha fler räntesänkningar i beredskap. Svensson delar inte denna syn. Han anser istället att det är bättre att använda krutet tidigt än sent i en sådan situation, mot bakgrund också av den långa fördröjningen mellan penningpolitiska åtgärder och effekten på realekonomi och inflation. En tidig räntesänkning kan nämligen verka längre än en sen.

**Svante Öberg** påpekade att det är viktigt att skilja mellan negativ inflation och deflation. Inflationen mätt med KPI kommer att vara låg den närmaste tiden till följd av våra egna sänkningar av reporäntan och fallande oljepriser. Men den underliggande inflationen mätt med KPI med fast ränta (KPIF) och exklusive energipriser ligger med nuvarande prognoser mycket nära 2 procent under hela prognosperioden. Negativ inflation har vi haft tidigare, till exempel i början av 2004, utan att det har varit ett problem; BNP-tillväxten var då god. Det är något helt annat än den deflation som Japan har haft under många år.

**Irma Rosenberg** höll med om detta. Nu är det till stor del till följd av sjunkande priser på olja och andra råvaror som inflationen dämpas så snabbt. Att oljepriserna faller är inte något som skadar svensk ekonomi. Det är först om efterfrågan blir så svag att inflationen blir för låg som det kan bli allvarligt.

**Barbro Wickman-Parak** instämde med Svensson, Öberg och Rosenberg och förtydligade vad hon sagt i sitt tidigare inlägg. Det är deflationistiska tendenser framkallade av en nedåtgående efterfrågespiral som är allvarliga och därför är det särskilt viktigt att dämpa fallet i efterfrågan.

**Lars E.O. Svensson** höll med om att det som är viktigt är att bekämpa en bestående deflation och undvika att det uppstår deflationsförväntningar, som i Japan. Då kan även en nominalränta som ligger på noll innebära en positiv och för hög realränta. Negativ inflation i något kvartal är däremot inget problem. Det hade vi till exempel i Sverige för ett par år sedan. En bra garanti mot bestående deflationsförväntningar är att skapa ett trovärdigt positivt inflationsmål.

**Stefan Ingves** ansåg att det var svårt att jämföra transmissionsmekanismens effekt i olika länder, men höll med Nyberg om att det ändå dröjde ganska länge innan Sverige drogs med i krisen. Han ansåg att det tack vare de åtgärder som vidtagits, då Riksbankens balansräkning har expanderat mycket kraftigt, inte finns någon brist på likviditet i Sverige på korta löptider. Det återstår dock att återställa finansmarknadens funktions sätt fullt ut och om den negativa utvecklingen skulle kvarstå ankommer det på Riksbanken att tillhandahålla den likviditet som behövs. Möjligheten finns och de åtgärder som hittills vidtagits har fungerat. Det finns ytterligare verktyg och Riksbanken har långt ifrån använt hela arsenalen.

Ingves sammanfattade den penningpolitiska diskussionen. Sedan i oktober har det skett en oväntat snabb och tydlig försämring av konjunkturen. Den bedöms fortsätta att försvagas

även framöver. Flera konjunkturindikatorer ligger på historiskt låga nivåer. Samtidigt består krisen på de finansiella marknaderna trots att kraftfulla åtgärder vidtagits runt om i världen. Den finansiella krisen har lett till att det är både svårt och dyrt för företag och hushåll att låna pengar. Den svaga ekonomiska utvecklingen globalt har lett till att oljepriset och andra råvarupriser har fortsatt att falla och har medfört ett lägre kostnadstryck.

För att motverka att den ekonomiska utvecklingen blir alltför svag och inflationen för låg behövs en betydligt lägre reporänta och räntebana. Att räntan behöver sänkas mycket beror även på att penningpolitiken under senare tid inte haft lika stort genomslag som den brukar ha. Riksbankens direktion föreslås därför besluta att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter till 2 procent. Därefter kan reporäntan vara i princip oförändrad under det kommande året.

Med en lägre räntebana dämpas fallet i resursutnyttjandet och i slutet av prognosperioden väntas det stiga igen. Viktiga komponenter i återhämtningen är en ökad efterfrågan från omvärlden, att det finansiella systemets funktionssätt förbättras och en allmänt minskad osäkerhet. Försvagningen av kronan dämpar också fallet i tillväxten. Inflationen faller snabbt under nästa år och hamnar under målet under de närmaste två åren. På ett par års sikt närmar sig sedan inflationen målet på 2 procent.

Hur penningpolitiken kommer att utformas framöver beror på hur ny information om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige påverkar de svenska inflations- och konjunkturutsikterna.

## § 4. Penningpolitiskt beslut

Ordförande konstaterade att samtliga ledamöterna var eniga om att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter till 2,0 procent.

Direktionen beslutade enhälligt

att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollbilaga A,

att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen torsdagen den 4 december kl 9:30,

att sänka reporäntan med 1,75 procentenheter till 2,0 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 10 december 2008,

att sänka utlåningsräntan till 2,75 procent respektive inlåningsräntan till 1,25 procent med tillämpning från onsdagen den 10 december 2008,

att torsdagen den 4 december 2008 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 67 2008, protokollbilaga B, samt

att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras onsdagen den 17 december kl 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet

Ann-Christine Högberg

Justeras:



Stefan Ingves, ordförande

Lars Nyberg

Irma Rosenberg

Lars E.O. Svensson

Barbro Wickman-Parak

Svante Öberg