



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 15

DATUM: 2007-12-18

MÖTESTID: 09:00

SVERIGES RIKSBANK
SE-103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

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

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

Johan Gernandt, fullmäktiges ordförande

Claes Berg
Mårten Bjellerup
Kurt Gustavsson
Kerstin Hallsten
Jesper Hansson
Ann-Christine Högberg
Gustav Karlsson (§ 1)
Pernilla Meyersson
Britta von Schoultz
Åsa Sydén
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Ny information om den ekonomiska utvecklingen

Mårten Bjellerup och Kurt Gustavsson sammanställer underlaget till § 1, § 2 och § 3 av dagens protokoll. Diskussionen utgick från den nya statistik och de analyser som avdelningen för penningpolitik redovisade.

Avdelningen för penningpolitik redovisade utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det föregående direktionsmötet den 12 december.

Ränterörelserna för obligationer med både kortare och längre löptid har varit relativt små i såväl Sverige som utlandet. Kronans värde i relation till euron och USA-dollar har heller inte uppvisat några större förändringar, samtidigt som kurserna på de flesta av världens aktiebörser har fallit något de senaste dagarna. De så kallade TED-spreadarna, det vill säga skillnaderna mellan 3-månaders interbankräntor och räntorna på statskuldväxlar med lika lång löptid, har fallit tillbaka något i Sverige, USA och Storbritannien. I euroområdet har de tvärtom stigit något. De svenska terminsräntorna för kontrakt på 1-2 år har stigit marginellt sedan den 12 december. Terminsräntorna i USA har förändrats på ett liknande sätt. Beträffande de kortsiktiga penningpolitiska förväntningarna i Sverige har den andel av bedömarna som tror på en högre reporänta i februari ökat sedan uppgifterna om konsumentpriserna i november publicerades. På längre sikt är bedömningarna mindre samstämmiga och spänner över intervallet 3,50 till 4,75 procent i slutet av 2008.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** inledde diskussionen. Hennes uppfattning var att osäkerheten beträffande den internationella utvecklingen har ökat sedan i oktober. Det gäller särskilt USA. Tillväxten i den amerikanska ekonomin under tredje kvartalet blev visserligen starkare än väntat, men den information som finns om utvecklingen under fjärde kvartalet talar för en tydlig inbromsning. Framförallt ser hushållens efterfrågan ut att dämpas. Både hushållens konsumtion och tillförsikten, som den speglas i hushållsenkäterna, försvagas. Problemen på bostadsmarknaden har ännu inte nått sin kulmen. Bostadspriserna faller och antalet osålda hus är stort. Bostadsinvesteringarna fortsätter att bidra negativt till tillväxten.

Osäkerheten om utvecklingen på den amerikanska bostadsmarknaden har alltså snarast ökat. Det har även osäkerheten på de finansiella marknaderna. Priset på risk har ökat igen vilket bland annat tar sig uttryck i ökade skillnader mellan interbankräntor och statspappersräntor. Det har lett till ökade lånekostnader för företag och hushåll. Detta tillsammans med den allmänna osäkerheten i sig verkar dämpande på den ekonomiska aktiviteten.

Även i euroområdet var tillväxten god under tredje kvartalet. Rosenberg menade att det finns ett antal positiva faktorer att peka på. Sysselsättningen har ökat, arbetslösheten har fortsatt att falla och kapacitetsutnyttjandet bedöms vara ganska högt. Många framåtblickande indikatorer talar dock för att det sker en försvagning. Därför får man räkna med lite svagare tillväxt framöver jämfört med prognosen i oktober.

Oljepriserna har också stigit ytterligare. Det bidrar till att dämpa aktiviteten, särskilt i USA men troligen också i euroområdet. Tillväxten i världsekonomin som helhet kan väntas bli aningen svagare framöver, men det innebär ändå fortsatt god tillväxt.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** delade Rosenbergs uppfattning att det skett en försämring och att utvecklingen varit svagare än väntat, särskilt i USA och Storbritannien. Osäkerheten har också ökat, framförallt till följd av att turbulensen på de finansiella marknaderna åter har förvärrats istället för att klinga av. Nyberg påpekade dock att kreditförlusterna är begränsade och fann det anmärkningsvärt att så relativt begränsade förluster i förening med en begynnande amerikansk konjunkturförsvagning skulle kunna sända sådana chockvågor genom det finansiella systemet, inte bara i USA utan också i stora delar av Europa. Betydligt

allvarligare kreditkriser har förekommit utan att ge tillnärmelsevis så stora effekter. Vad är det i utvecklingen av det finansiella systemet i USA och Västeuropa som gjort att det inte kan hantera en normal konjunkturvändning kombinerad med relativt begränsade kreditförluster?

Det vi nu upplever är långt mer än en kris på bolånemarknaden. Det är en förtroendekris med åtföljande likviditetskris på den internationella bankmarknaden. Den har mycket mer att göra med de finansiella marknadernas uppbyggnad och sätt att fungera än med bolånemarknaden. En anledning är att de finansiella instrument som skapats under det senaste decenniet, och där volymerna exploderat under de senaste fyra åren, har visat sig vara alltför komplicerade och svåra att kreditmässigt utvärdera. Nedskrivningsbehoven i bankerna blir därför långt större än vad som kan motiveras av de underliggande bostadskrediterna.

Eftersom krisen har sina rötter i de finansiella marknadernas sätt att fungera måste bristerna i marknadens funktion rättas till innan förtroendet tillförlitligt återupprättats. Det innebär bland annat att betydande kreditvolymerna återförs från marknaden till bankerna, vilket ställer stora krav på tillförsel av riskkapital. Den processen pågår för fullt, men kan ta tid. Därför är det troligt att kostnaderna för bankfinansiering kan komma att förbli höga under en längre period än vad som tidigare antagits, kanske under en stor del av 2008.

Nyberg menade vidare att bristen på kapital, åtminstone tillfälligt, minskar utlåningskapaciteten i banksystemet. Därför kan den få realkonomiska konsekvenser, utöver dem som är relaterade till bolånemarknaden. Om detta leder till någon kapacitetsbrist av den typ som brukar kallas "credit crunch" är ännu för tidigt att säga.

Nybergs slutsats var att krisen riskerar att bli både djupare och längre än vad direktionen tidigare trott. Därmed finns det en risk att den mer än tidigare förväntat förstärker den konjunkturedgång som vi ser i USA och i ökad utsträckning också i Storbritannien.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** ansåg att det inte har skett någon förbättring på den amerikanska bostadsmarknaden sedan det penningpolitiska beslutet i oktober. Statistiken över bygglov och byggstarter talar för att bostadsinvesteringarna kommer att fortsätta att falla under flera kvartal framöver. Byggandet av kommersiella fastigheter ökade fortfarande tredje kvartalet, men i oktober föll de och det kan vara ett tecken på att åtstramningen av kreditmarknaden också påverkat denna sektor. Federal Reserves enkätundersökning från oktober visar att hälften av de tillfrågade kreditinstituten uppger att de stramat åt villkoren för lån till kommersiella fastigheter. Det är en markant uppgång jämfört med motsvarande undersökning i juli. Undersökningen visar också, föga överraskande, att villkoren har blivit stramare även för andra typer av företagskrediter. Också orderingången till kapitalvaruindustrin tyder på att investeringarna mattas av. Därför kan man sätta frågetecken kring företagsinvesteringarnas utveckling i stort.

De amerikanska hushållens konsumtion utvecklades ganska väl till och med tredje kvartalet, men i slutet av tredje kvartalet försvagades konsumtionstillväxten och i oktober minskade konsumtionen. Till detta kan läggas att konsumenternas förtroende fortsatte att försämrats under hösten. Vidare syns en tydlig uppbromsning av sysselsättningstillväxten samtidigt som hushållsenkäterna tyder på att hushållens syn på arbetsmarknaden har blivit mer pessimistisk. Därtill kommer att stigande energipriser reducerar hushållens köpkraft. Wickman-Parak menade att det därför finns skäl att sätta ett frågetecken även då det gäller

den fortsatta utvecklingen av hushållens konsumtion. Wickman-Parak ansåg att det är välmotiverat att justera ned bedömningen av tillväxten i USA, på sätt som skett i den penningpolitiska uppföljningen, och att risken för att det skulle kunna gå ännu sämre fortfarande är aktuell.

Då det gäller euroområdet instämde Wickman-Parak i Rosenbergs beskrivning men ville tillägga att de europeiska hushållen tycks hålla hårt i sina plånböcker. Konsumtionen har bara ökat måttligt till och med det tredje kvartalet. Detaljhandelsstatistiken tyder inte på någon förstärkning och hushållens förtroendeindikator har fallit tillbaka ganska brant under hösten.

Riksbankschef **Stefan Ingves** ansåg att det var rimligt att anta att utvecklingen i omvärlden blir lite sämre jämfört med bedömningen i oktober. Ingves delade Nybergs uppfattning att hårdare villkor för kreditgivningen leder till en försvagning, som också kan bli långvarig. Troligen kommer det så småningom att uppstå en debatt om huruvida det förekommer kreditransonering. Högre utlåningsräntor från banker och andra kreditinstitut under längre tid, jämfört med vad direktionen tidigare trott, talar för att det är rimligt att revidera ned bedömningen. Ingves menade att det är osäkert i vilken grad försämringen i USA kommer att påverka Europa.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** delade uppfattningen att utvecklingen i omvärlden ser ut att bli svagare. Turbulensen på de finansiella marknaderna kommer troligen att föra med sig att tillväxten i USA och Europa dämpas nästa år. Det är dessutom mer troligt att det blir en svagare utveckling än att det blir en starkare utveckling, jämfört med den aktuella prognosen. Risken för en recession i USA med fallande tillväxt ett par kvartal i rad har ökat och utvecklingen i USA har stor betydelse för andra delar av världen.

Öberg såg dock den svaga efterfrågetillväxten i USA och den svagare dollarn som ett led i en anpassning av de globala obalanserna. Avmattningen i USA och västra Europa balanseras också av att ekonomierna i andra delar av världen, som Asien och östra Europa växer starkt. Dessutom har höjningen av riskpremierna skett från en onormalt låg nivå.

Öberg delade oron för att problemen på de finansiella marknaderna kan bli mer omfattande och långvariga och få en större dämpande effekt än vi nu förutser. De svenska bankerna är starkt beroende av den internationella utvecklingen och det är mycket svårt att förutse vad som kan komma att inträffa på de finansiella marknaderna i vår omvärld. Hittills har de svenska bankerna klarat sig bra, utan att Riksbanken har behövt vidta några särskilda åtgärder av det slag som har förekommit i en del andra länder. Om utvecklingen skulle bli betydligt sämre än den som skisseras i den penningpolitiska uppföljningen, så är det ett nytt läge och då finns det skäl att ompröva synen på penningpolitikens inriktning.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** delade i stort den bild som tidigare talare målat upp och avstod från att i detta skede ytterligare utveckla sin syn.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** inledde diskussionen med att konstatera att bedömningen i den penningpolitiska rapporten i oktober var att BNP-tillväxten i den svenska ekonomin skulle fortsätta i god takt, även om den hade dämpats något jämfört med i fjol.

Den senaste statistiken från nationalräkenskaperna, som har inkommit efter den penningpolitiska rapporten i oktober, talar för att tillväxten blir lägre än väntat. Tillväxten mellan andra och tredje kvartalet blev lägre än vad som antogs och dessutom reviderades utfallen för tidigare kvartal 2007 ned. Tillväxten sammantaget under de tre första kvartalen 2007 blev därför betydligt lägre än vad som prognostiserades i oktober. Det finns också ny information som talar för att tillväxten under fjärde kvartalet blir lägre än prognosen i oktober. Det är bland annat hushållsbarometern, detaljhandelsomsättningen, industriproduktionen och orderingången till industrin som pekar i den riktningen. Det finns därför skäl att revidera ned bedömningen av tillväxten i den svenska ekonomin 2007.

Det är också motiverat att revidera ned prognosen för BNP-tillväxten för 2008. Det beror på den svagare utvecklingen i omvärlden och på den ökade osäkerhet som följer av oron på de finansiella marknaderna. Ökat pris på risk har lett till att lånekostnaderna för hushåll och företag har stigit utöver vad som motiveras av penningpolitiken och osäkerheten i sig bidrar också till att dämpa konsumtionen och företagets investeringsplaner. Sammantaget väntas ändå den svenska tillväxten bli relativt god, ca 2½ procent både 2007 och 2008.

Samtidigt konstaterade Rosenberg att kostnadstrycket stiger. Arbetsmarknaden har fortsatt att stramas åt sedan i oktober, men sysselsättningen har utvecklats något svagare och arbetslösheten har blivit lite högre än väntat. Resursutnyttjandet kan därför ha blivit något lägre jämfört med bedömningen i oktober. Bristtalen för arbetskraft är emellertid relativt höga i många delar av ekonomin och resursutnyttjandet bedöms överlag vara ganska högt. Det är något som måste vägas in i bilden. Hittills har lönerna stigit långsammare än väntat, men i många sektorer har lönerna baserade på årets avtal ännu inte betalats ut. Timlönerna kommer att öka betydligt snabbare i slutet av året och början av nästa år när de nya löneavtalen betalas ut.

Produktivitetstillväxten, som är en av de mest osäkra komponenterna i prognosen, har redan tidigare i år dämpats mer än vad som antogs i oktober. Det gällde också tredje kvartalet.

Inflationen har de senaste månaderna blivit högre än väntat. Det beror främst på stigande energipriser. Oljepriset har stigit med ungefär 10 dollar, eller närmare 15 procent, sedan mitten av oktober. Livsmedelspriserna har också stigit snabbare än väntat de senaste månaderna. Det förklaras delvis av snabba och troligen tillfälliga prisökningar på frukt och grönsaker.

Energipriserna förväntas pressa upp inflationen över målet under det kommande året. Om oljepriserna inte fortsätter att stiga i samma takt de närmaste åren kommer den här effekten att klinga av om något år. Det betyder emellertid inte att den höga inflationen kan negligeras. Det finns ett underliggande kostnadstryck i svensk ekonomi som bidrar till att inflationen stiger. Prisökningar på världsmarknaden på livsmedelsråvaror väntas också få effekter på den svenska inflationen framöver. Det finns också en risk att det påverkar inflationsförväntningarna, som redan har drivits upp en del.

Rosenberg menade att direktionens beslutsproblem är ungefär detsamma som i oktober: Å enda sidan ser tillväxten i den svenska ekonomin ut att bromsa in snabbare än väntat och osäkerheten om utvecklingen i omvärlden har ökat. Men å andra sidan är kostnadstrycket fortfarande högt och inflationen blir högre än tidigare beräknat. Rosenbergs förslag var att räntan skulle lämnas oförändrad. Bedömningen var dock att det kommer att bli nödvändigt att höja räntan ytterligare något under första halvåret 2008 för att inflationen ska vara i linje

med målet, samtidigt som produktion och sysselsättning utvecklas balanserat. Räntebanan föreslogs vara i stort sett densamma som den som presenterades i oktober, endast marginellt lägre.

Vice riksbankschef **Lars E O Svensson** instämde i Irma Rosenbergs förslag. Det är fortsatt ett svårbedömt läge med krafter som drar åt olika håll. Den inhemska konjunkturen är fortfarande god även om det finns flera tecken på en dämpning. Samtidigt stiger kostnadstrycket och inflationsförväntningarna ökar. Detta ska ställas mot en svagare internationell utveckling, vilket naturligtvis får återverkningar på svensk ekonomi. Detsamma gäller den finansiella oron och osäkerheten om både dess utveckling och dess konsekvenser. Det är en stor osäkerhet om huruvida det kommer att bli en måttlig eller en betydande avmattning av konjunkturen.

Om man enbart beaktar inflationsutvecklingen borde nog räntebanan höjas något jämfört med i oktober. Om man enbart beaktar den reala utvecklingen borde nog räntebanan istället sänkas något. När jag väger ihop inflations- och realekonomisk utvecklingen anser jag att räntebanan från den penningpolitiska rapporten i oktober fortfarande är lämplig. Med den banan ser prognoserna för inflation och resursutnyttjande fortfarande rätt bra ut.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** instämde också i Rosenbergs förslag och angav flera skäl till detta. Dels har den finansiella turbulensen tilltagit i styrka, dels är osäkerheten kring den internationella konjunkturen nu större än vid mötet i oktober. Samtidigt är det så att det senaste halvåret har inneburit en höjning av reporäntan med 0,75 procentenheter. Därtill kommer ytterligare en åtstramning på grund av att skillnaden mellan reporäntan och interbankräntorna är större än normalt. Förslaget att låta räntan vara oförändrad känns därför mycket naturligt.

Räntebanans utseende tyckte Wickman-Parak var en betydligt mer komplicerad fråga. Den internationella bilden ser bekymmersam ut, även om det i nuläget inte ser ut att bli en recession i USA. Även svensk tillväxt har bromsat in men den kan ändå väntas bli förhållandevis god. Sverige skiljer sig från exempelvis euroområdet i och med att de svenska hushållens konsumtion utvecklas ganska stabilt. De svenska konsumenterna agerar därför som ett slags stötdämpare i konjunkturen och håller uppe tillväxten. Men den sammantagna bedömningen är ändå att om man bara beaktar den reala ekonomiska utvecklingen så skulle det kunna motivera ett skift nedåt i räntebanan jämfört med i oktober.

Men kostnadstrycket och inflationsutsikterna måste tillmätas en betydande vikt i den totala avvägningen av penningpolitiken, menade Wickman-Parak. Det första är att resursutnyttjandet ligger på en nivå som är högre än normalt och att kostnadstrycket stiger. Därtill kommer att flera faktorer i bedömningen av inflationsutsikterna är osäkra. Till exempel saknar vi idag fullödlig kunskap om hur vårens löneavtal kommer att slå igenom. Osäkerheten är ovanligt stor mot bakgrund av att utbetalningarna baserade på de nya avtalen har dröjt. Dessutom är osäkerheten om produktivitetens utvecklingen stor. Även om något färre företag i Konjunkturinstitutets barometer nu anger att det råder brist på arbetskraft så ligger nivån fortfarande högt vilket i sig utgör en ökad risk för löneglidning. Inflationstakten har blivit högre än väntat främst till följd av stigande energi- och livsmedelspriser och inflationsprognosen för 2008 har reviderats upp jämfört med den penningpolitiska rapporten från oktober. Vidare har inflationsförväntningarna stigit. Till stor del är det tillfälliga effekter som drar upp inflationstakten. De väntas klinga av och i

kombination med en nedväxling av konjunkturen resulterar det i att inflationsprognosen närmar sig målet under 2009. Hur mycket av uppgången som är tillfällig är dock svårt att avgöra med säkerhet. En mer utdragen period med högre inflationstakt kan påverka inflationsförväntningarna på ett mer bestående sätt. Inflationsförväntningarna är alltså något Riksbanken måste hålla ögonen på. Befästs de riskerar de att bli självuppfyllande profetior.

Även om den inhemska kostnadsutvecklingen skulle kunna motivera en högre bana för reporäntan, ansåg Wickman-Parak att den stora osäkerhet som råder i omvärlden talade mot detta. Hon ställde sig bakom den räntebana som presenteras i den penningpolitiska uppföljningen. Den signalerar att reporäntan kan behöva justeras upp något nästa år. Behovet av ränteförändringar därefter är ytterst osäkert och tiden är inte mogen för en större revision av räntebanan. Någon månad in på nästa år har vi anledning att åter bedöma hur balansen mellan inflations- och konjunktutsikter ändrats.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** instämde inte i förslaget utan förordade en höjning av styrräntan med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Inflationen har ökat mer än väntat och prognoserna ligger över målet på 2 procent. Dessutom var Öbergs bedömning att den penningpolitiska uppföljningen underskattar inflationstrycket.

Det är svårt att se några goda skäl för att vänta med en räntehöjning till första halvåret 2008. Ju tidigare Riksbanken agerar desto bättre. Inflationen är högre än inflationsmålet 2008 och kapacitetsutnyttjandet är högre än normalt. Därefter faller både inflation och kapacitetsutnyttjande enligt prognoserna. Det talar för en relativt hög styrränta 2008.

Öbergs bedömning var att arbetsmarknaden utvecklas starkare och att inflationstrycket stiger mer jämfört med prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen. Mot den bakgrunden förstärks slutsatsen att styrräntan bör vara relativt hög under 2008. Det skulle också ge större möjligheter att stödja den ekonomiska utvecklingen om den blir svagare framöver och inflationstrycket lägre.

Två frågor var centrala för Öbergs ställningstagande, utvecklingen på arbetsmarknaden och inflationen. Arbetsmarknaden kommer att utvecklas starkare än vad som redovisas i den penningpolitiska uppföljningen. Prognosen för arbetsmarknaden innebär att den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden skulle brytas efter första kvartalet 2008, då uppgången i sysselsättningen skulle stanna av och arbetslösheten sluta att falla.

Det kan naturligtvis inte uteslutas att det blir så. Styrräntan har ju redan höjts i 10 steg, från 1,5 till 4 procent. Dessutom har turbulensen på de finansiella marknaderna både höjt låneräntorna därutöver och dämpat tillväxten. Vi har också tidigare haft en sådan kraftig inbromsning, nämligen efter IT-bubblan år 2000.

Men konjunkturavmattningen efter IT-bubblan var mycket mer markerad. Då svängde det från en stark tillväxt till en nolltillväxt tre kvartal i rad från fjärde kvartalet 2000. Det är inte vad vi förutser nu. Nu innebär prognoserna en tillväxt på runt 2 procent i årstakt eller drygt det de närmaste åren.

Det finns heller inga tecken i arbetsmarknadsstatistiken på att en kraftig avmattning är nära förestående, utom möjligen för industrin. En avmattning i industrin är i sig konsistent med att det främst är exporten som har utvecklats sämre i år än tidigare. Konfidensindikatorn för

industrin har minskat något från augusti till november, men inte lika kraftigt som efter IT-bubblan. För andra delar av näringslivet finns inte några tecken på en kraftig avmattning.

Öbergs bedömning var också att inflationen kommer att bli högre än vad som redovisas i underlaget. Inflationstakten enligt KPI steg till 3,3 procent i november. Det var mer än vad som förutsågs i den penningpolitiska rapporten i oktober och inflationen ligger nu över Riksbankens toleransintervall. Prognoserna tyder på en inflation på 3,5 – 4 procent under en stor del av nästa år.

Det är ett problem om inflationen mätt med KPI är så hög. KPI är det mest använda måttet på inflation och KPI är också det bästa måttet när det gäller inflationens betydelse för utvecklingen av hushållens reala inkomster. KPI-utvecklingen påverkar därmed inflationsförväntningarna och kan orsaka problem i lönebildningen.

Inflationsförväntningarna har också stigit och ligger nu över inflationsmålet på ett, två och fem års sikt.

Men KPI påverkas bland annat av Riksbankens räntebeslut och av kraftigt varierande energipriser. Det är därför bättre att se på den underliggande inflationen när det gäller att bedöma den framtida inflationen. Inflationen mätt med KPIX exklusive energi utvecklas mer stabilt och prognoserna för inflationen mätt på detta sätt har varit mer träffsäkra under senare tid. KPIX exklusive energi har ökat successivt och stadigt under två år, från cirka noll procent i början av förra året till knappt 2 procent i november i år. Prognoserna tyder på att den kommer att ligga på 2 – 2,5 procent under 2008.

Den underliggande inflationen är beroende av kostnadsutvecklingen och där spelar lönekostnaderna en stor roll. Öbergs bedömning var att löneutvecklingen kommer att bli högre än vad som framgår av den penningpolitiska uppföljningen. De lokala löneförhandlingarna efter vårens nationella löneavtal genomförs nu successivt. I oktober kan man räkna med att ca 80 procent av de lokala avtalen är klara och i början av nästa år kommer det att finnas en bättre bild av vad de lokala avtalen har gett.

Men Riksbanken kan inte göra så mycket åt inflationstakten de närmaste månaderna. Penningpolitiken verkar med en eftersläpning som innebär att besluten idag främst påverkar inflationen 2009 och 2010. Öbergs bedömning var att inflationen mätt med KPIX exklusive energi snarare blir högre än att den blir lägre än prognoserna i den penningpolitiska uppföljningen. Det motiverar i sin tur högre räntor i år.

Riksbankschef **Stefan Ingves** undrade med anledning av detta hur Öberg såg på räntebanan och om den enligt honom skulle skiftas uppåt. **Svante Öberg** svarade då att han såg en relativt hög ränta under 2008, men med eventuell sänkning längre fram om detta visar sig möjligt.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** konstaterade att de svenska bankerna inte har sett så mycket av krisen annat än i form av högre finansieringskostnader. Påslaget utöver statspappersräntan för tremånaders bankfinansiering, den så kallade TED-spreaden, är i runda tal en halv procentenhet större än normalt. Denna ökade finansieringskostnad för bankerna vidare till sina kunder, vilket betyder att kunderna får betala högre räntor än de annars skulle ha gjort. Man kan säga att vi på detta sätt indirekt fått en åtstramning av penningpolitiken utöver de höjningar av reporäntan som Riksbanken gjort under hösten.

Denna effekt lär inte klinga av förrän de internationella TED-spreadarna faller. Och detta kan som sagt ta längre tid än vi tidigare förväntat.

Den inhemska svenska konjunkturbilden är fortfarande stark, men otvetydigt något svagare än vi räknade med vid vårt förra möte. Delvis är detta en följd av en något svagare internationell utveckling och av den kreditfördyring som skett till följd av oron på de finansiella marknaderna. Kredittillväxten är dock fortfarande hög, både för hushåll och för företag. För hushållen har den planat ut runt tolv procent under det senaste året, vilket är väsentligt högre än tillväxten i disponibel inkomst. Det är ungefär lika mycket som småhuspriserna stigit under den senaste tolv månadersperioden. Det förefaller emellertid som om både priser och aktivitet på bostadsmarknaden är på väg att vika, särskilt i storstadsområdena. Enligt mäklarstatistiken har priserna på bostadsrätter i Stockholms innerstad fallit med 8-9 procent sedan augusti. Prisförväntningarna har också fallit avsevärt.

Nyberg konstaterade vidare att arbetsmarknaden har fortsatt att utvecklas starkt, om än något svagare än väntat. Kapacitetsutnyttjandet är fortfarande högt och kostnadstrycket likaså. Bristen på arbetskraft är påfallande i flera branscher. Nyberg höll med Öberg om att det finns anledning till oro när det gäller kostnadsutvecklingen under nästa år, framförallt när det gäller löneglidningen.

Trots den något svagare konjunkturbilden, både internationellt och i Sverige, förefaller inflationen att bli högre än vi tidigare förväntat. Det beror på högre energipriser, men också på att de länge förväntade prisökningarna på livsmedel börjat synas. Hur mycket av detta som är tillfälligt och hur mycket som är mer permanent återstår att se. Inflationförväntningarna har under alla omständigheter justerats upp en bit över inflationsmålet, både på kort och på lite längre sikt (5 år). Det är en utveckling vi har anledning att följa noga.

Sammantaget tyckte Nyberg att den marginella nedjustering av räntekurvan som syns i den föreslagna prognosen är väl avvägd. Det betyder att vi vid dagens möte bör hålla reporäntan oförändrad. Prognosen pekar också mot att vi bör höja den någon gång i vinter. Men osäkerheten om vart utvecklingen är på väg, både utomlands och i Sverige, har ökat sedan det förra penningpolitiska mötet.

Riksbankschef **Stefan Ingves** konstaterade att tillväxten nu väntas bli lägre, både i Sverige och i omvärlden. Det innebär att kostnadstrycket bedöms stiga något långsammare än i oktober. Men det finns samtidigt flera risker för högre inflation som är värda att notera, de på nedåtsidan har redan kommenterats.

En första sådan risk är produktiviteten som har varit överraskande låg hittills under året. Fortsätter den utvecklingen innebär det att kostnadstrycket ökar än mer i ekonomin. De nya löneavtalen medför också viss osäkerhet. Osäkerheten gäller dels avtalens slutliga genomslag på lönerna, dels huruvida det kommer att ske uppsägningar av det tredje avtalsåret. Skulle detta bli fallet finns det en risk för att inflationsförväntningarna fortsätter att stiga. Ytterligare en risk gäller i vilken utsträckning den senaste tidens prisökningar på energi och livsmedel är av tillfällig natur. Nuvarande prognoser förutsätter att prisökningarna på energi klingar av under det kommande året, men här finns en genuin osäkerhet. Oljemarknaden är notoriskt svårbedömd. En snabbt växande etanolframställning gör att även prognoser för livsmedelspriser är vanskliga i dagsläget. Skulle prisökningarna på dessa produkter vara något mer långlivade än vi räknar med nu, blir resultatet att inflationen

överstiger målet mer långvarigt. Den sista uppåtriskan för inflationstrycket kommer från utvecklingen av utlåning och penningmängd som båda uppvisar höga ökningstal. Samtidigt har det via den finansiella turbulensen skett en allmän räntehöjning. Denna har i sin tur en åtstramande effekt på efterfrågan framöver.

Vid en sammanvägning såg Ingves det som att en dämpad konjunktur i omvärlden ställs mot påtagliga inflationsrisker i Sverige. Men vad betyder det för penningpolitiken? Anledningen till att den föreslagna räntebanan idag är mycket lik banan från oktober är inte uteblivna nyheter, utan att de olika krafterna drar åt olika håll i ungefär samma utsträckning.

Uppåtriskerna för inflationen talar för en högre räntebana och utan den finansiella turbulensen hade penningpolitiken sannolikt behövt vara stramare. Den finansiella turbulensen innebär en åtstramning i sig och Ingves instämde därför i att reporäntan bör lämnas oförändrad vid dagens möte.

Framöver kan bilden förstås förändras, till exempel om någon av de två huvudsakliga krafterna blir starkare än den andra. Särskilt viktigt blir det att följa inflationsförväntningarna i Sverige, bland annat för att de kan påverka inflationen på ett mer direkt sätt än vad till exempel resursutnyttjandet gör. Med stigande inflationsförväntningar kvarstår behovet av ytterligare höjd ränta. Kostnadstrycket och de finansiella aggregaten pekar i samma riktning.

Sammantaget är bedömningen att om räntebanan är ungefär densamma som i oktober så bedöms inflationen hamna i linje med målet, samtidigt som produktion och sysselsättning utvecklas på ett bra sätt. Det är en syn som är rimlig i dagsläget, men samtidigt är uppåtriskerna för inflationen betydande och kan leda till omprövningar längre fram.

Ingves sammanfattade sedan den penningpolitiska diskussionen. Konjunkturen i Sverige är god och sysselsättningen stiger. Men aktiviteten i ekonomin har dämpats mer än väntat den senaste tiden. Tillväxten i Sverige bedöms bli svagare än vad Riksbanken antog i den penningpolitiska rapporten i oktober. Den svagare utvecklingen beror bland annat på oron på de internationella finansiella marknaderna och en svagare utveckling i omvärlden. Upplåningskostnaderna för företag och hushåll har stigit mer än vad som kan motiveras med förväntningar om framtida styrräntor. Denna utveckling antas dämpa efterfrågan i omvärlden och i Sverige. Den finansiella turbulensen skapar också en allmän osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen som kan påverka planer för investeringar och konsumtion.

Samtidigt fortsätter kostnadstrycket och inflationsförväntningarna att stiga. Inflationen har dessutom ökat mer än väntat. Det beror i första hand på att priserna på energi och livsmedel stigit oväntat mycket. Den årliga ökningstakten för KPI och KPIX var 3,3 respektive 1,9 procent i november. Under det kommande året beräknas inflationen fortsätta att stiga som en följd av höga energipriser och ett ökat kostnadstryck. Bedömningen är att inflationen blir högre under 2008 än tidigare väntat, men huvudscenariot är att den därefter faller tillbaka i linje med prognosen i oktober.

Synen på hur reporäntan kommer att utvecklas framöver är i stort sett densamma som i oktober. Att bilden är ungefär densamma beror på att olika faktorer drar åt olika håll. Ett högre inflationstryck talar för att reporäntan skulle behöva höjas något mer framöver men svagare konjunktursignaler i Sverige och i omvärlden tillsammans med en fortsatt finansiell oro pekar i motsatt riktning. Det råder alltid stor osäkerhet om den framtida ekonomiska utvecklingen. Därmed är osäkerheten också stor om hur reporäntan kommer att utvecklas

framöver. Riksbanken kan exempelvis behöva höja reporäntan mer om kostnadstrycket blir högre än i huvudscenariot. Om däremot den finansiella oron fortsätter och utvecklingen i omvärlden blir svagare än väntat kan räntan behöva bli lägre.

§ 4. Penningpolitiskt beslut¹

Ordföranden konstaterade att det förelåg ett förslag om att lämna reporäntan oförändrad och ett annat om att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,25 procent.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska uppföljningen enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska uppföljningen den 19 december 2007 kl. 9.30,
- att lämna reporäntan oförändrad på 4,00 procent och att detta beslut tillämpas från torsdagen den 20 december 2007,
- att lämna utlåningsräntan oförändrad på 4,75 procent respektive inlåningsräntan på 3,25 procent med tillämpning från torsdagen den 20 december 2007,
- att onsdagen den 19 december 2007 kl. 9.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 47 2007, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras tisdagen den 8 januari kl. 9.30.

Vice riksbankschef Svante Öberg reserverade sig mot beslutet att lämna styrräntan oförändrad vid dagens möte samt mot Penningpolitisk uppföljning december 2007 och den räntebana som redovisas i denna. Styrräntan borde idag höjas med 0,25 procentenheter. Öbergs bedömning var att utvecklingen på arbetsmarknaden kommer att bli starkare och att inflationstrycket kommer att bli högre än enligt den penningpolitiska uppföljningen. Behovet av att höja styrräntan blir därmed större.

De ekonomiska utsikterna talade enligt Öbergs bedömning för en relativt hög styrränta 2008, med en eventuell sänkning längre fram om den ekonomiska utvecklingen försvagas och inflationstrycket dämpas. Skulle utvecklingen bli betydligt sämre än vi nu räknar med, till exempel genom att problemen på de finansiella marknaderna blir djupare och mer långvariga samt att de får större dämpande effekter än vi nu kan förutse, så var Öberg beredd att ompröva sin syn på penningpolitikens inriktning.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

¹ Närvarande ledamöter som inte reserverar sig har deltagit i och instämt i det av direktionen fattade beslutet.



Justeras:

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