



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 2

DATUM: 2008-02-12

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
Kurt Gustavsson
Jesper Hansson
Jyry Hokkanen
Karolina Holmberg
Per Håkansson
Ann-Christine Högberg
David Kjellberg (§1)
Pernilla Meyersson
Marianne Nessén
Britta von Schoultz
Annika Svensson
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den ekonomiska utvecklingen

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

Anders Vredin, chef för avdelningen för penningpolitik, lade fram underlag till direktionens diskussion i form av utkast till penningpolitisk rapport. Han noterade inledningsvis att förutsättningar för underlaget i form av en omvärldsbild och nulägesbeskrivning hade presenterats av avdelningen för penningpolitik och diskuterats vid ett möte den 16 januari. Vid möten den 25 och den 28 januari hade förslag på prognoser, fördjupningar och alternativa scenarier presenterats och diskuterats. På direktionsmötena den 30 januari och 7 februari bordlades prognoser och texter.

Sedan det senaste penningpolitiska mötet i december har oron på de finansiella marknaderna fortsatt att prägla den internationella utvecklingen. Osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen i USA och spridningseffekterna till omvärlden är fortsatt stor. De

realekonomiska indikatorer som inkommit i omvärlden har i större utsträckning varit svaga än starka. Detta är ungefär i linje med prognosen i december. Utvecklingen på de finansiella marknaderna, med lägre långräntor och aktiekurser, skulle dock kunna tolkas som att aktörerna på marknaden bedömer utfallen som svagare än förväntat. Men även osäkerheten om utvecklingen framöver pressar långräntor och börskurser. Federal Reserves kraftiga räntesänkningar den senaste tiden förväntas bidra till att den inhemska efterfrågan i USA hålls uppe. Sammantaget har konjunkturen i Sveriges omvärld hittills mattats ungefär som väntat i december, medan utvecklingen framöver bedöms bli något svagare. Samtidigt är inflationen i omvärlden högre än tidigare, drivet av höga energi- och livsmedelspriser.

Bedömningen av konjunktur- och inflationsutsikterna för den svenska ekonomin är i stort sett densamma som i december. Konjunkturen är alltjämt god och arbetsmarknaden stark. Den senaste tidens utveckling tyder dock på något lägre tillväxt i den privata konsumtionen än väntat. Likaså har sysselsättningstillväxten utvecklats svagare, men arbetslösheten är ungefär i linje med prognosen. Löneökningarna har varit lägre än väntat under hösten, vilket har lett till att prognosen har justerats ner. Trots många faktorer som pekar nedåt har inte mycket förändrats vad gäller inflationsutsikterna, eftersom andra faktorer motverkar. Hyrorna väntas stiga framöver, växelkursen har utvecklats svagare än väntat, samtidigt som inflationsförväntningarna har stigit. Efter att ha stigit snabbt 2007 fortsätter inflationen att vara hög det närmaste året för att sedan dämpas 2009 och 2010. Utnyttjandet av ekonomins resurser är högre än normalt inledningsvis, men minskar efter hand. Prognosen för hur reporäntan kommer att utvecklas är i stort sett densamma som i december. I huvudscenariot höjs reporäntan för att därefter vara kvar på ungefär samma nivå det närmaste året.

Vid sidan om detta huvudscenario redogörs i underlaget också för några alternativa scenarier. I likhet med i oktober finns det fortfarande skäl att beakta risken för en snabbare löneutveckling och lägre produktivitetsutveckling än väntat, även om detta scenario inte beskrivs särskilt i denna rapport. Därtill kan den internationella konjunkturedgången och den finansiella oron bli större och mer långvarig än vad som förväntas i huvudscenariot. Slutligen beskrivs vad som händer i Sverige om priserna utomlands ökar mer än i huvudscenariot, antingen till följd av allmänt högre inflation i omvärlden eller till följd av ett högre oljepris.

David Kjellberg från avdelningen för penningpolitik redovisade därefter utvecklingen på de finansiella marknaderna sedan det föregående direktionsmötet den 7 februari. Turbulensen på de finansiella marknaderna har fortsatt den senaste veckan och kreditspreadarna är fortsatt höga. Oron för effekterna av den finansiella turbulensen på tillväxten fortsätter att påverka börsutvecklingen negativt. Sedan den 7 februari har de svenska börskurserna fallit 4-5 procent. Framförallt de korta men också de långa räntorna har sjunkit i euroområdet, och till viss del också i Sverige. I USA har räntorna varit fortsatt volatila, men i stort sett oförändrade under perioden.

De amerikanska terminsräntorna indikerar fortsatta förväntningar om åtminstone 0,5 procentenheters sänkning av Fed funds i samband med nästa FOMC-möte. I euroområdet skiftade terminsräntorna ned efter ECB:s presskonferens den 7 februari och indikerar förväntningar om snara räntesänkningar. I Sverige förväntas Riksbanken, enligt enkäter, besluta om en oförändrad reporänta i februari. De svenska terminsräntorna har skiftat ner

något de senaste dagarna. Sammantaget indikerar prissättningen på marknaden förväntningar om en något lägre reporänta innan årets slut.

§ 2. Konjunkturutsikterna i omvärlden

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** inledde diskussionen. Han ansåg att situationen på de finansiella marknaderna i ett par avseenden är bättre än för ett par månader sedan. Den akuta bristen på likviditet i stora delar av banksystemet har minskat, delvis som en konsekvens av att framför allt den amerikanska centralbanken Federal Reserve före årsskiftet lånade ut pengar på lite längre löptider än normalt. Det har blivit lättare för bankerna att finansiera sig i alla fall på löptider upp till 6 månader, vilket har speglats i fallande ränteskillnader mellan bankpapper och statspapper. För längre löptider är dock marknaden fortfarande tunn. Ett antal banker, främst i USA, har också lyckats återställa en del av det kapital de förlorat. Statliga fonder i Asien och Mellanöstern har bidragit med det mesta av det kapitalet.

I de flesta andra avseenden förefaller dock situationen ha försämrats och osäkerheten blivit större sedan vårt förra möte i december, menade Nyberg. Sammantaget har krisen utvecklats till det sämre, inte till det bättre. Frågor har uppkommit kring kreditvärdighet och kapitalbehov i ett antal kreditförsäkringsbolag, så kallade "monolines", och storleken på detta problem är idag svår att överblicka. Oron för att många banker ska drabbas av betydande förluster har ökat, vilket har tagit sig uttryck i stigande kostnader för deras medelfristiga upplåning. Försäkringspremierna, i form av CDS-spreadar (credit default swaps), som placerare kräver för att köpa bankobligationer har stigit. Och aktiekurserna har fallit, i många fall högst avsevärt. Förväntade nedskrivningar avser nu inte bara bostadslån med sub-prime-innehåll utan också lån till den kommersiella fastighetssektorn, kontokorts- och andra konsumentkrediter. Delvis hänger detta samman med att den amerikanska konjunkturedgången förefaller bli djupare än tidigare väntat. Konjunkturedgången ökar kreditförlusterna och förstärker den finansiella krisen. Samtidigt förstärker den finansiella krisen konjunkturedgången. När bankerna får mindre kapital stramar de åt villkoren för sin utlåning. Att så skett i betydande utsträckning framgår av Federal Reserves enkätundersökning, som vänder sig direkt till kreditansvariga medarbetare i bankerna.

Federal Reserve har sedan Riksbankens penningpolitiska möte i december sänkt sin styrränta med hela 1,25 procentenheter. Det är en unikt kraftig stimulans till efterfrågan i syfte att mildra snabbheten i konjunkturedgången. Det är också en åtgärd som lättar förhållandena i den finansiella sektorn, eftersom bankerna kan finansiera sig till lägre räntor. Samtidigt har räntesänkningarna väckt en oro hos marknaden att konjunkturedgången och den finansiella krisen i kombination kan bli väsentligt allvarigare än man tidigare befarat, menade Nyberg.

Även om den finansiella krisen i allt väsentligt fortfarande är amerikansk så kan man vänta sig effekter även i Europa, där investerare köpt amerikanska värdepapper av mer eller mindre komplicerad konstruktion, inte bara sådana med sub-prime-innehåll. Därtill händer saker i Europa som inte kan relateras till den amerikanska utvecklingen. I Storbritannien har fallande priser både på bostadsfastigheter och på kommersiella fastigheter tvingat bankerna till betydande nedskrivningar. Kreditvillkoren har stramats åt, precis som i USA. Även i Spanien, där fastighetsmarknaden varit överhettad, förväntas en motsvarande utveckling.

Bostadsobligationer från dessa länder har blivit allt svårare att sälja till investerare och dessa har krävt allt högre räntor.

Riksbankschef **Stefan Ingves** konstaterade att tillväxten på global nivå, så som beskrivs i den penningpolitiska rapporten, är fortsatt god även om vi sannolikt inte får se riktigt samma höga tillväxttal som på senare år. I det perspektivet är vad som sker i den amerikanska ekonomin en viktig komponent. Trots god tillväxt på andra håll kan sannolikt inte utvecklingen i den amerikanska ekonomin helt kopplas loss ifrån världen i övrigt. Globaliseringen innebär sammanlänkade ekonomier både på den reala och på den finansiella sidan.

Redan i december var bedömningen att tillväxten i USA och euroområdet skulle bli något lägre än i prognosen i den förra penningpolitiska rapporten. De internationella tillväxtförutsättningarna i huvudscenariot är nu ännu något sämre. I första hand beror det på förstärkt osäkerhet om spridningseffekterna av den amerikanska bolånekrisen till den reala sektorn i USA och andra länder. Det har dämpat olika indikatorer för hushållens och företagens framtidsförtroende. Även aktiekurserna har påverkats. Federal Reserve har dock beslutat om ytterligare lättnader av penningpolitiken. Bush-administrationen har dessutom tagit fram ett finanspolitiskt stimulanspaket, som behandlats i den amerikanska kongressen. Även om det motverkar en dämpning av tillväxten i USA blir den internationella tillväxten sannolikt något lägre än prognosen vid det förra penningpolitiska mötet i december, menade Ingves.

Den internationella finansiella oron spelar en roll dels ur ett makroekonomiskt perspektiv, vilket beskrivs i den penningpolitiska rapporten, men dels också för att enskilda institut påverkas. I det här senare avseendet verkar nu bilden förändras. Nu diskuteras i större omfattning än tidigare hur man ska ta itu med problemen på institutnivå. Det har blivit tydligare att det här är en process som man måste arbeta sig igenom, och som tar sin tid. En konsekvens av den här utvecklingen är att vi sannolikt har en period framför oss där räntemarginalerna kommer att vara högre än tidigare. Det här ger en viss åtstramande effekt som är oberoende av vilken penningpolitik som förs, sade Ingves.

När det gäller den internationella bilden är det viktigt att komma ihåg att inte enbart konjunkturdiskussionen och den finansiella oron spelar roll. Till följd av höga energipriser och stigande livsmedelspriser stiger nu inflationen i många länder. Den långa perioden med låga inflationsimpulser verkar vara till ända. Det är också en faktor som spelar roll för den svenska penningpolitiken. I det sammanhanget kan också växelkursutvecklingen spela en roll. En appreciering av kronan skulle vara ett välkommet bidrag för att dämpa de inflationsimpulser som kommer utifrån.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** menade att det är viktigt att tänka på vår prognoshistorik. Den amerikanska ekonomin är tvivelsutan inne i en avmattningsfas, något som förutsågs tidigare i höstas och även i december. Redan i rapporten i oktober förra året gjordes en rejäl och välmotiverad nedjustering av tillväxtprognosen för USA, från nästan 3 till 2 procent för 2008. Prognosen hamnade då en bra bit under dåvarande konsensusprognos. I december justerades tillväxtprognosen ned ytterligare och är på samma nivå idag. Även för euroområdet justerades prognosen ned i oktober med nästan en halv procentenhet till strax under 2 procent och nu är den neddragen till 1,7 procent.

Wickman-Parak ansåg att den prognos som lades för USA i december var välbalanserad men att det fortfarande fanns en risk för en sämre utveckling. Detsamma gäller i stort sett idag också. Det pågår en rejäl nedväxling i tillväxttakten. Men om den ska slå över i en regelrätt recession är fortfarande osäkert. Oron för en sådan utveckling har tilltagit på finansmarknaderna vilket bland annat avspeglas i börskurserna. BNP i USA låg i stort sett stilla i slutet av förra året och vi väntar oss ett svagt första halvår i år. Vi bör få se fortsatt svaga siffror under våren och det kan väntas medföra att recessionsoron kvarstår. I detta läge gäller det att inte överreagera på svaga indikatorer. Givet vår konjunkturbild bör indikatorerna vara svaga och det behöver inte medföra ytterligare nedrevideringar. Men självfallet kan de komma att signalera en ännu svagare utveckling än vi förutser i vår nuvarande prognos.

Men ännu viktigare är bedömningen på lite längre sikt. Chanserna för en återhämtning under andra halvåret är alltså realistiska, sade Wickman-Parak. Bostadsinvesteringarna har nu fallit i två år med totalt 30 procent och är tillbaka till nivån från slutet av 1990-talet. Som andel av BNP ligger de nu något under ett långsiktigt genomsnitt. De bedöms fortsätta nedåt resten av året men fallet bromsas upp. Det negativa bidraget till tillväxten avtar sålunda. Lagren av osålda hus ligger fortfarande på hög nivå men har försiktigt börjat röra sig nedåt sedan i höstas. Företagens övriga investeringar ökade fortfarande i någorlunda god takt i slutet av året och orderingången till kapitalvaruindustrin talar inte för att de är på väg ner i källaren.

Strategiskt för fortsättningen är att hushållens konsumtion inte försvagas ytterligare. Förutsättningarna för att så inte sker borde vara bättre nu än i december, ansåg Wickman-Parak. Federal Reserve har sedan dess sänkt styrräntan med hela 1,25 procentenheter och det bör bland annat underlätta för hushåll som ska omsätta sina lån. Dessutom har den långa bolåneräntan sjunkit och ansökningarna om att refinansiera bolån har ökat. Nu finns också ett stimulanspaket på drygt 150 miljarder dollar på plats. Skatterabattcheckar beräknas börja sändas ut till hushållen under våren och borde ge stöd till hushållens konsumtion. Det kan också nämnas, vilket Nyberg var inne på, att Federal Reserves räntesänkningar får som bieffekt att bankernas intjäningsförmåga stärks.

Det finns helt klart en stor osäkerhet kring den amerikanska ekonomin och en fördjupad finansiell kris skulle kunna leda till en betydligt sämre utveckling än den vi förutser. Enligt Wickman-Parak är inte tiden mogen att föra in en sådan utveckling i huvudscenariot. Men den har en välmotiverad plats bland de riskscenarier som beskrivs i den penningpolitiska rapporten.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** höll med om att osäkerheten avseende den internationella bilden har ökat jämfört med i oktober när vi senast publicerade en prognos för omvärldsutvecklingen, men var ännu lite mer bekymrad än vad som kommer till uttryck i huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. Det är framförallt osäkerheten om vad störningarna på de finansiella marknaderna kan leda fram till som har ökat, sade Rosenberg och hänvisade till Nybergs beskrivning. De initiala problemen på interbankmarknaden ser visserligen ut att ha mildrats en del, även om interbankkräntorna fortfarande är högre än normalt. Men problemen har inte minskat för det, turbulensen har fortsatt och problemen har snarast bara bytt skepnad. Ännu är det till exempel svårt att överblicka nedskrivningsbehovet för förluster på så kallade strukturerade produkter för internationella banker och andra finansiella institutioner. I förlängningen kan det leda till en rejäl

kreditåtstramning. Till de senaste yttringarna av krisen hör problemen med nedgradering av så kallade "monolines", det vill säga stora försäkringsbolag som försäkrar obligationslån för låntagare som själva inte har högsta kreditvärdighet.

Till detta kommer den oro som råder på aktiebörserna med stora börsfall världen över. Rosenberg höll med Nyberg om att den finansiella krisen kan bli både längre och djupare än i tidigare bedömningar. Det är svårt att förutse hur detta kan komma att påverka den ekonomiska utvecklingen i världen och den svenska ekonomin. Men även om den svenska finansiella sektorn befinner sig en bit utanför stormen, för att man har små direkta exponeringar, kommer både svenska banker och ekonomin i övrigt att påverkas av en fortsatt kris med uppdrivna räntenivåer och inslag av kreditransonering, menade Rosenberg.

Samtidigt fortsätter problemen på bostadsmarknaden i USA och fastighetspriserna faller. Så länge den anpassningen fortsätter finns det risk att problemen på sub-prime-marknaden förvärras och att den finansiella oron fördjupas. BNP-tillväxten i USA försvagades markant sista kvartalet i fjol och fallet i bostadsinvesteringar gav ett rejält negativt bidrag. Den finansiella turbulensen kan i sin tur förvärra situationen på den amerikanska bolånemarknaden. Hur allvarlig dämpningen i USA riskerar att bli beror till stor del på hur motståndskraftiga hushållen är eftersom den privata konsumtionen i USA motsvarar cirka 70 procent av BNP. Sista kvartalet i fjol hölls hushållens konsumtion fortfarande rätt väl uppe. Men det är mycket som talar för att konsumtionen kommer att försvagas. Fallande tillgångspriser, både fastighetspriser och aktiekurser, ger negativa förmögenhetseffekter. Uppgången i olje- och livsmedelspriserna gröper ur hushållens köpkraft. Tecknen på en svagare utveckling av sysselsättningen talar i samma riktning. Detaljhandelsförsäljningen försvagades i december och konsumentförtroendet har fallit. Inköpschefsindex i tjänstesektorn föll också kraftigt enligt den senaste månadsuppgiften. De negativa utsikterna motverkas naturligtvis till en del av att de stimulansåtgärder som sätts in, det vill säga Federal Reserves rejäla sänkningar av styrräntan och finanspolitiska åtgärder. Prognosen i den penningpolitiska rapporten innebär en ganska svag utveckling i USA de närmaste kvartalen, men enligt Rosenberg finns det en uppenbar risk att problemen blir mer långvariga och att återhämtningen av konjunkturen dröjer längre än förutsett.

Även i euroområdet ser utvecklingen ut att bli svagare än i prognoserna från oktober och december. De europeiska hushållen har hittills varit mycket återhållsamma med sina konsumtionsutgifter och detaljhandelsförsäljningen föll i slutet av förra året. Konsumentförtroendet har också fallit. Trots att bedömningen för euroområdet har justerats ned något finns en risk att utvecklingen blir ännu svagare om problemen på de finansiella marknaderna blir mer utdragna, avslutade Rosenberg.

Vice riksbankschef **Svante Öberg** ansåg att det är rimligt att revidera ned prognoserna för den internationella BNP-tillväxten på det sätt som görs i den penningpolitiska rapporten. Problemen på de finansiella marknaderna kommer troligen att fortsätta under året och tillväxten i USA och Europa kommer troligen att dämpas i år. Samtidigt har utvecklingen i tillväxtekonomierna i bland annat Asien och östra Europa hittills varit stark och i ökad utsträckning drivits av en ökning av inhemsk efterfrågan. De råvaruproducerande ekonomierna har stärkt sin köpkraft till följd av de stigande priserna på energi och livsmedel. Det senare har medfört stigande inflation i både mer utvecklade länder och tillväxtekonomier. Även den underliggande inflationen har stigit.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ansåg att analysen av omvärlden i den penningpolitiska rapportens huvudscenario, med en måttlig nedrevidering av den internationella prognosen, förefaller rimlig. En mer expansiv penningpolitik i USA, liksom en mer expansiv finanspolitik, kan komma att mildra nedgången i USA. Det finns en risk att det kommer in fler negativa nyheter om den internationella konjunkturutvecklingen senare, men det får direktionen ta hänsyn till då om det blir aktuellt.

Riksbankschef **Stefan Ingves** summerade diskussionen om konjunkturutsikterna i omvärlden och menade att det finns skäl för en viss nedrevidering av prognosen för omvärlden i huvudscenariot i förhållande till den penningpolitiska rapporten i oktober. Samtidigt kan vi konstatera att en betydande osäkerhet kvarstår både avseende effekterna av den finansiella utvecklingen i USA och den globala inflationsutvecklingen.

§ 3. Den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef **Svante Öberg** inledde diskussionen. Han ansåg att bilden av den ekonomiska utvecklingen i Sverige i den penningpolitiska rapporten i stort sett är rimlig. BNP-tillväxten dämpas samtidigt som inflationen har stigit och ligger över inflationsmålet under prognosperioden. Öberg ville i sitt inlägg ta upp tre frågor: prognosrevideringar, inflationen och det penningpolitiska beslutet.

Skillnaderna mellan prognoserna i två på varandra följande penningpolitiska underlag brukar vara ganska små. Det finns också skäl att se tillbaka på de prognoser som Riksbanken gjorde för något år sedan.

BNP-tillväxten blev lägre 2007 än vad Riksbanken räknade med för drygt ett år sedan och inflationen blev högre. Utvecklingen på arbetsmarknaden underskattades. Sysselsättningen ökade med cirka 2 ½ procent istället för beräknade cirka 1 procent och arbetslösheten minskade påtagligt istället för att vara oförändrad. Produktiviteten minskade istället för att öka med cirka 2 ½ procent, som då förutsågs.

När det gäller inflationen har prognoserna för 2008 och 2009 justerats upp trots en högre reporänta, turbulensen på de finansiella marknaderna under det senaste halvåret och nedreviderade tillväxtprognoser. Det tyder på att Riksbanken tidigare har underskattat inflationstrycket. Detta betyder naturligtvis inte att de nuvarande prognoserna behöver vara fel, men osäkerheten är stor och utrymmet är betydande för olika bedömningar.

Den andra frågan gäller just hur man ska se på inflationen. Den höga inflationen är ett problem. Mätt med KPI steg den till 3,5 procent i december och ligger därmed över inflationsmålet och även över Riksbankens toleransintervall. Prognoserna tyder på att inflationen ligger kvar på den nivån under en stor del av 2008 och på att den, mätt med olika mått, ligger över 2-procentsnivån under prognosperioden, även efter en räntehöjning. Dessutom har inflationsförväntningarna stigit successivt under senare tid. De ligger nu över inflationsmålet på både kort och medellång sikt. För penningpolitiken är det viktigt att inflationsförväntningarna är förankrade på en nivå motsvarande inflationsmålet.

Den höga inflationen och de stigande inflationsförväntningarna riskerar att leda till följd effekter på kommande års inflation. Prisökningarna på vissa områden kan sprida sig till andra områden. Den höga inflationen kan också leda till krav på högre löneökningar. Det

skulle kunna leda till en pris- och lönespiral som vi hade på 1980-talet, menade Öberg. Lönekostnaderna förväntas öka snabbare under treårsperioden 2007-2009 än under den senaste treårsperioden och produktiviteten förväntas öka långsammare.

Öberg har tidigare ansett att styrkan i utvecklingen på arbetsmarknaden har underskattats även då det gäller 2008. Den senaste tidens statistik tyder emellertid på att ökningen i sysselsättningen nu kan komma att dämpas. Löneökningarna har hittills varit måttliga enligt lönestatistiken. Turbulensen på de finansiella marknaderna kan ha gjort företagen mer försiktiga när det gäller kostnadsutvecklingen. Men löneökningarna kan vara underskattade till följd av urvalseffekter, retroaktiva löneökningar och den snabba ökningen av sysselsättningen under det senaste året. En säkrare bild av löneutvecklingen kommer att föreligga senare i vår. Och produktiviteten är svår att förutse på kort sikt.

Det finns också nedåtrisker för inflationen. Delvis är den höga inflationen 2008 av tillfällig natur. När prishöjningarna på energi faller ur tolv månaderstalen kommer inflationen att minska. Konjunkturen mattas av och det kan få en dämpande effekt på inflationen. Prisökningarna på tjänster har faktiskt dämpats något under senare månader, vilket är positivt.

Sammantaget fann Öberg att uppåtriskerna väger tyngre för de nu aktuella penningpolitiska besluten.

En fråga som det bör ägnas uppmärksamhet åt under våren är egenskaperna hos olika inflationsmått. KPIX framstår som allt mindre lämplig som central modellvariabel både på grund av de kraftiga variationerna i energipriser och på grund av den systematiska skillnaden mellan KPI och KPIX på medellång sikt.

Då det gäller det penningpolitiska beslutet föreslog Öberg en höjning av styrräntan med 0,25 procent enheter till 4,25 procent i enlighet med huvudscenariot i den penningpolitiska rapporten. För Riksbanken måste inflationsmålet stå i centrum när penningpolitiken utformas. Riksbanken kan också ta hänsyn till den reala utvecklingen, men bara om det är förenligt med inriktningen att hålla inflationen på 2 procent. I nuvarande läge måste direktionen prioritera att få ner inflationen. Det följer av Riksbankens uppgift.

Prognoserna motiverar egentligen en räntebana med något högre styrränta 2008 för att få ned inflationen till 2 procent. Inflationen väntas visserligen avta ned mot inflationsmålet, men den väntas ligga över 2 procent under hela prognosperioden, även med hänsyn tagen till effekterna av höjningen av styrräntan. Men osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen gör det i dagsläget motiverat att räkna med ungefär oförändrad styrränta framöver.

Vice riksbankschef **Lars E.O. Svensson** ansåg inte att det har skett någon dramatisk försämring av konjunkturutsikterna i Sverige. Svensk ekonomi är fortfarande stark även om det kan finnas en risk för att den ekonomiska tillväxten blir svagare än i huvudscenariot.

Inflationstrycket är fortsatt högt och inflationsförväntningarna har stigit. Det finns därför risk för att inflationen blir högre än i huvudscenariot. Osäkerheten är stor, men det finns inte tillräckligt med ny information för att mer än marginellt ändra prognoserna för inflationen och den reala utvecklingen eller för att justera räntebanan i någon större utsträckning.

Huvudscenariots prognos visar en hög inflation under 2008 som gradvis närmar sig målet under 2009, samt ett högt resursutnyttjande som gradvis närmar sig normalt. Huvudscenariots prognoser ser någorlunda bra ut. Möjligen ser inflationsbanan något hög ut. Huvudscenariots räntebana motiverar en höjning nu med 25 räntepunkter till 4,25 procent och fortsättningsvis en konstant reporänta på 4,25 procent.

Enligt Svensson kan 4,25 procent vara en lämplig långsiktig nivå för den nominella reporäntan. Den reala reporäntan är den nominella räntan minus inflationsförväntningarna. Med en långsiktig nivå på inflationen och inflationsförväntningarna på 2 procent skulle 4,25 för den nominella reporäntan motsvara 2,25 procent för den reala reporäntan, vilket kan anses vara en rimlig nivå för den reala reporäntan på lång sikt.

Det är reala och inte nominella räntor som spelar roll för ekonomiska aktörers beslut och för penningpolitikens effekt på realekonomin. Eftersom inflationsförväntningarna för närvarande ligger över 2 procent motsvarar en reporänta på 4,25 procent en real reporänta som understiger 2,25 procent. Med inflationsförväntningar mellan 2,5 och 3 procent får man istället en real reporänta på mellan 1,25 och 1,75 procent, det vill säga en bra bit under vad som kan anses vara en rimlig långsiktig real reporänta. Mätt på detta sätt är alltså penningpolitiken fortfarande expansiv, snarare än neutral, och den fortsätter att vara expansiv så länge inflationsförväntningarna ligger över målet, menade Svensson. Att i detta läge sänka räntebanan och inte nu höja reporäntan skulle leda till en alltför expansiv penningpolitik, med hänsyn till att inflationsförväntningarna ligger så pass högt. Man skulle till och med kunna hävda att de höjda inflationsförväntningarna snarare motiverar en något högre nominell räntebana än den nuvarande för att inte sänka realräntebanan.

Svensson menade vidare att det är viktigt att betona att reporäntebanan är en prognos och inte ett löfte. Om det ekonomiska läget skulle förändras under våren kan det förstås vara motiverat att ändra räntebanan uppåt eller nedåt beroende på hur prognosen för inflation och realekonomi ändras. Skulle ny information ge tydliga indikationer på en dramatiskt försämrad konjunktur kan det förstås vara motiverat att skifta ned räntebanan ganska drastiskt. Federal Reserve har ju nyligen demonstrerat att man inte nödvändigtvis behöver ägna sig åt så kallad ränteutjämning och bara ändra styrräntan i små steg på 25 räntepunkter. Det finns ingen anledning till att Riksbanken inte skulle kunna ändra reporäntan i större steg om detta är lämpligt.

Svensson ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan till 4,25 procent.

Förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** pekade på att inflationen hade stigit gradvis de senaste åren. I genomsnitt under 2007 blev inflationen mätt med KPI 2,2 procent, det vill säga nära inflationsmålet. Uppgången i inflationen berodde delvis på att resursutnyttjandet hade ökat och kostnadstrycket stigit. Timlönerna hade ökat snabbare än tidigare och produktivitetsutvecklingen hade dämpats markant. Att kostnadstrycket steg var en förutsättning för att inflationen, som varit mycket låg under flera år, under fjolåret skulle nå upp till inflationsmålet. Men fortfarande var den underliggande inflationen mätt med KPIX låg, 1,2 procent i genomsnitt.

Under hösten 2007 hade dock inflationen, mätt med KPI, stigit mycket snabbt och i december uppgick den till 3,5 procent, betydligt högre än inflationsmålet. KPIX-inflationen, som exkluderar hushållens räntekostnader för egna hem, steg i december till 2 procent. Den snabba uppgången under hösten berodde till stor del på stigande priser på energi och

livsmedel. Särskilt när det gällde energi, men även till viss del livsmedel, speglade utvecklingen i Sverige att priserna på världsmarknaden steg kraftigt. Sådana snabba prisimpulser från omvärlden kan vi inte omedelbart motverka med penningpolitik. Det måste få ta lite tid. Till viss del bedöms dessa effekter också i huvudscenariot vara tillfälliga. Om världsmarknadspriserna inte fortsätter att stiga i samma takt fortsättningsvis kommer inflationen att falla tillbaka igen. Det är också vad som förutsätts i prognosen i huvudscenariot. Men det är mycket viktigt att sådana prishöjningar inte tillåts driva upp inflationen permanent. Risken för det ökar om inflationsförväntningarna stiger, vilket har skett under hösten. Inflationsförväntningarna har stigit även på längre sikt, både på 2 och 5 års sikt. Det är något vi måste vara vaksamma på, sade Rosenberg.

Detta skulle i sig tala för att räntan behöver höjas. Men samtidigt innebär prognosen i huvudscenariot att tillväxten mattas i år och de kommande åren. Lönerna ser inte heller ut att stiga så snabbt som vi räknade med när de nya löneavtalen slöts i fjol och löneprognosen har justerats ned något. Den avmattning i produktivitetstillväxten som skedde i fjol är också mer förklarlig efter publiceringen av nationalräkenskaperna för tredje kvartalet när det står klart att produktionstillväxten dämpades så pass mycket som skedde under förra året. Det finns mycket som talar för att den svagare produktivitetstillväxten snarare pekar mot att företagen kommer att bli mer återhållsamma i sin efterfrågan på arbetskraft än mot att prisstegringarna kommer att bli snabba framöver. I huvudscenariot väntas också tillväxten i sysselsättningen dämpas märkbart i år.

Rosenbergs slutsats var, när den osäkerhet som hänger samman med den finansiella turbulensen och risken för svagare tillväxt i omvärlden och i förlängningen också i den svenska ekonomin vägs in, att det kan vara klokt att avvakta och låta räntan vara oförändrad. Rosenberg ville dock, med hänsyn till de höga inflationsförväntningarna, inte helt avskryva möjligheten att räntan kan behöva höjas framöver. Beslutsproblemet är alltså i stort sett detsamma som direktionen stod inför i december och i oktober.

Rosenberg betonade att en oförändrad reporänta inte ska ses som ett uttryck för att inflationsmålet prioriteras ned. Det handlar snarare om hur lång tid det ska få ta att föra inflationen tillbaka till målet i nuvarande osäkra läge. Man ska också komma ihåg att räntan successivt har höjts i ett antal steg de senaste åren. Effekterna av dessa räntehöjningar har ännu inte fått fullt genomslag på ekonomin. Rosenberg förordade därför ett beslut om att avvakta med en räntehöjning, samtidigt hon ansåg att räntebanan bör visa att nästa steg mycket väl kan vara en höjning.

Vice riksbankschef **Barbro Wickman-Parak** pekade på att den svenska tillväxtprognosen för 2007 och 2008 skruvades ned i december. Den aktuella prognosen är i stort sett densamma. Blickar man ut över treårsperioden 2007-2009 beräknas den genomsnittliga tillväxten hamna strax över 2 procent. Det är en väsentlig uppbromsning jämfört med treårsperioden 2004-2006. Indikatorer, som till exempel Konjunkturbarometern, bekräftar att ekonomin svalnar. Men det förtjänar att påpekas att nivåerna för de olika branscherna är höga och än så länge signalerar en stark ekonomi. Givet den internationella prognosen är bedömningen för den svenska ekonomin realistisk och ingen glädjeprognos.

Tillväxten i sysselsättningen bedöms nu bli något lägre jämfört med i oktober. Men även prognosen för arbetskraftsutbudet har justerats ned. Det betyder att arbetslösheten under

åren framöver hamnar på ungefär samma nivå som förutsågs i oktober. Resursutnyttjandet i ekonomin är i utgångsläget högre än normalt.

När det gäller lönerna förefaller utfallen bli lägre än vad som tidigare förutsågs och prognosen har justerats ned jämfört med oktoberrapporten. Men även prognosen för produktiviteten har justerats ned. Det betyder att enhetsarbetskostnaderna för 2008-2009 endast bedöms bli marginellt lägre jämfört med i oktober. De bedöms alltså fortfarande öka markant framöver. Under treårsperioden 2004-2006 var dessa kostnader i stort sett oförändrade, men under perioden 2007-2009 väntas de öka med runt 3 procent i genomsnitt. Det är en väsentlig omsvängning och det är viktigt när inflationsutsikterna bedöms.

Wickman-Parak pekade också på andra faktorer som bidrar till att inflationen stiger, exempelvis livsmedelspriserna, som Rosenberg också nämnde. De höll tidigare tillbaka inflationen, men har vänt klart uppåt. Och mer lär komma. Enligt Konjunkturbarometern aviserar 75 procent av livsmedelshandlarna höjda priser och tittar man ytterligare ett steg bakåt, till partihandeln, aviserar en än större andel av företagen höjda priser. Att livsmedelspriserna stiger är ett internationellt fenomen när råvarupriserna stiger. Dessa prisökningar kan, lika lite som oljeprisstegringar, direkt påverkas av penningpolitiken. Men det kan också finnas vissa specifika svenska inslag när det gäller livsmedelspriserna. En ökad konkurrens via etableringar av lågpriskedjor har tidigare pressat priserna. Nyetableringarna verkar nu avta och det medför att den tidigare prispressen från det hållet klingar av.

Ett annat inslag i inflationsbilden är att varupriserna börjat stiga. Det är en klar förändring jämfört med åren 2004-2006, då de föll under en stor del av perioden. Det är visserligen mycket måttliga ökningstal när livsmedel exkluderas. Men det ska ändå framhållas att mer prisökningar finns i pipeline när det gäller andra varor. Priserna på varaktiga konsumtionsvaror har stigit i producentledet. Väger man samman hemmamarknadspriser och importpriser för dessa varor har de stigit ordentligt under loppet av 2007 och i slutet av året var ökningen 3,5 procent.

Det kan också tilläggas att oljeprisprognosen höjdes i december och ligger kvar på den nivån. Kronan är svagare jämfört med december. I prognosen bedöms kronan förstärkas något, men inte i samma utsträckning som tidigare prognostiserat.

Fortfarande finns en osäkerhet om produktivitetsutvecklingen även om det troliga är att den återhämtar sig i enlighet med vår prognos. Och även om utvecklingen på arbetsmarknaden beräknas bromsa in är bristtalen fortsatt höga, vilket kan påverka löneglidningen.

Wickman-Parak pekade på att inflationsförväntningarna har dragits upp. På ett års sikt ligger de, enligt Prosperas mätningar, på 3 procent vilket inte är förvånande med tanke på den höga faktiska inflationstakten. Men på två års sikt ligger de fortfarande på nästan 3 procent. På fem års sikt ligger de på drygt 2,5 procent, alltså en bra bit över inflationsmålet. Detta är något att ta allvarligt på. Öberg har redan beskrivit vilken ond cirkel man kan hamna i om dessa förväntningar biter sig fast på hög nivå.

Wickman-Parak medgav att det finns en välbefogad osäkerhet om konjunkturen i omvärlden. Men efter att ha vägt samman detta med inflationsbilden ville hon ändå instämma i förslaget att höja räntan med 0,25 procentenheter. Hon ställde sig också bakom den räntebana som finns i den penningpolitiska rapportens huvudscenario och som innebär

att räntan ligger kvar kring 4,25 procent framöver. De risker för högre alternativt lägre inflation, med olika konsekvenser för styrräntan, som finns beskrivna i de alternativa scenarierna i den penningpolitiska rapporten speglar väl de avvägningar som kan bli aktuella framöver.

Wickman-Parak konstaterade slutligen att beslutet utgår från en situation med en förhållandevis låg ränta på 4 procent. Svensson har utvecklat resonemanget kring nominell och real ränta och huruvida penningpolitiken ska betraktas som neutral eller expansiv. Även om det är svårt att med exakthet uttala sig om det tyckte hon att man borde kunna sträcka sig så långt som till att säga att en ränta på 4,25 procent ligger betydligt närmare en nivå som kan betraktas som neutral än en nivå som är förknippad med en åtstramande penningpolitik.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** ansåg att vi i Sverige, ännu så länge, kunnat betrakta den finansiella krisen i första hand som åskådare. Bankerna har inte direkt drabbats, eftersom de inte i någon nämnvärd utsträckning investerat i tillgångar relaterade till den amerikanska bostadspapper. Vi har inte heller sett den negativa utveckling på fastighetsmarknaden som man upplever i flera europeiska länder. Men även svenska bostadsobligationer är svåra att sälja utanför Sverige till räntor som skulle ge acceptabla finansieringskostnader för bostadsköparna.

I Sverige har vi inte heller sett den tydliga konjunkturedgång som blivit uppenbar i USA, och som ligger bakom den amerikanska räntesänkningen. Konjunkturen väntas visserligen mattas av under det kommande året, men är fortfarande stark med god tillväxt och betydande brist på arbetskraft i ett antal branscher. Den penningpolitiska rapporten skildrar detta väl.

Inflationen är också stigande och bedöms under de kommande åren, enligt den penningpolitiska rapporten, överstiga målet på 2 procent. Under en period väntas den också överstiga 3 procent, den högre gränsen för det toleransintervall som vi fastlagt i vårt inflationsmål. Samtidigt stiger allmänhetens inflationsförväntningar, både på kort och på lite längre sikt. Det kanske kan förklaras av att alla så tydligt har sett priserna på livsmedel, el och bensin stiga under det senaste året. Men det är inte desto mindre allvarligt. Inte sedan mitten av 1990-talet har inflationsförväntningarna legat på en så hög nivå som i den senaste enkätundersökningen.

När det gäller penningpolitiken ansåg Nyberg att avvägningen är ovanligt svår. Den inhemska utvecklingen talar å ena sidan ganska entydigt för att räntan behöver höjas ungefär i den takt som Riksbanken bedömde i december. Och svensk penningpolitik måste ju föras mot bakgrund av det svenska konjunkturläget.

Den internationella utvecklingen, framför allt när det gäller de finansiella marknaderna, känns å andra sidan i flera avseenden osäkrare än den gjorde vid det förra penningpolitiska mötet. Om krisen förvärras, vilket man dessvärre inte kan bortse ifrån, och om konjunkturedgången i USA blir brantare än tidigare beräknat, vilket många, inklusive Federal Reserve, uppenbarligen inte vill utesluta, kan effekterna på världsekonomin också bli större än förväntat. Till detta kommer den oroande utvecklingen på fastighetsmarknaderna i flera europeiska länder. Sammantaget innebär den utvecklingen en risk även för den svenska ekonomin, och den risken är inte försumbar. Det är naturligtvis svårt att bedöma

både allvaret i utvecklingen och smittorisken för den svenska ekonomin. Men när man inte ser klart kan det vara klokt att stå stilla.

I avvägningen mellan att höja räntan och att avvakta med en höjning föredrog Nyberg det senare alternativet. Det är möjligt att förhållandena på de finansiella marknaderna kan se bättre ut om ett par månader och att en räntehöjning då kan bli aktuell. Det får avgöras då.

Till saken hör också att det redan skett en viss penningpolitisk åtstramning. Situationen på de finansiella marknaderna har ökat finansieringskostnaderna för de svenska bankerna med cirka en halv procentenhet, och denna kostnadsökning förs gradvis över till allmänheten i form av högre räntor. Även bolåneinstituten kommer att möta högre finansieringskostnader när de tvingas ut på den internationella marknaden, och dessa kostnader kommer att föras över till låntagarna. Priset på risk har ökat och det drabbar även oss svenskar.

Oron för den stigande inflationen mildras dessutom något av att den till en icke oväsentlig del består av ökning av internationella livsmedels- och energipriser. De kan inte påverkas med den svenska penningpolitiken. Dessutom beräknas de bara ha en effekt på inflationen under något år.

Att det faktiskt skett en åtstramning av ränteläget, oavsett vad som beslutas om reporäntan, samtidigt som inflationsuppgången är tillfällig och i hög utsträckning bestäms av faktorer som inte kan påverkas genom penningpolitik bör också vägas in i beslutet om reporäntan.

Slutligen ansåg Nyberg att det finns anledning att ha en viss ödmjukhet inför att vi, även i Sverige, befinner oss nära en konjunkturedgång. Konjunkturtoppen har av allt att döma redan passerats. All erfarenhet pekar på att det svåraste för en prognosmakare är att förutspå exakt när och med vilken styrka en vändning i konjunkturen kommer. Och de prognosmodeller som används, och som är till god nytta i de flesta fall, är i allmänhet till minst glädje just i dessa lägen. Till detta kommer att den finansiella utvecklingen, som känns särskilt viktig idag, alltid är svår att fånga i prognoserna. Nyberg anslöt sig till Rosenbergs uppfattning att reporäntan inte borde höjas nu, även om det mycket väl kan bli aktuellt med en höjning i en nära framtid.

Riksbankschef **Stefan Ingves** konstaterade att två krafter står mot varandra när det gäller bedömningen av inflationstrycket i Sverige: en dämpande kraft från den internationella finansiella oron och en uppåtpressande kraft från den svenska realekonomin och internationella prisstegringar. Den uppåtpressande kraften väger över.

Även om resursutnyttjandet mattas i Sverige är det fortfarande högre än normalt, både när man tittar på varu- och tjänstemarknaden och på arbetsmarknaden.

Produktivitetens utvecklingen har varit överraskande låg. Löneprognosen är nedreviderad en aning, men löneökningarna kommer ändå att vara högre än de varit på senare år. Det betyder att lönekostnaderna kommer att öka. Samtidigt är inflationen, mätt med KPI, tydligt över målet, bland annat till följd av högre energi- och livsmedelspriser. Den underliggande inflationen, mätt med KPIX, är också stigande. Oroande information sedan förra mötet är också, som redan nämnts, de höga inflationsförväntningarna även på två och fem års sikt.

Med det inflationsmål Riksbanken har innebär det här, trots motverkande krafter, att reporäntan nu behöver höjas. Att "vänta ut" inflationen är för riskabelt. Det är viktigt att inflationsförväntningarna dämpas och att resursutnyttjandet i den svenska ekonomin blir mer balanserat. Det innebär att en väl avvägd penningpolitik i huvudscenariot medför en

höjning med 0,25 procentenheter idag. Därefter är det rimligt att reporäntan ligger kvar omkring 4,25 procent det närmaste året. Därmed visar Riksbanken att inflationsmålet tas på allvar. Om inte räntan höjs idag finns det risk för att inflationsförväntningarna fortsätter att vara för höga. Det skulle kunna kräva betydligt större höjningar framöver. Om man beskriver det i realräntetermer innebär inte det här en realränta som är orimligt hög. Vidare är utlåningstakten i den finansiella sektorn fortsättningsvis tvåsiffrig som årlig procentuell förändring. Det talar också för att det är rätt att höja räntan nu, menade Ingves.

Det är kroniskt svårt att bedöma växelkurser, men man kan konstatera att det är bra om den svenska ekonomin, via en appreciering av kronan, något isoleras från internationella prisimpulser. Också från den utgångspunkten är det korrekt att nu höja räntan, för att sedan låta den ligga kvar ungefär kring denna nivå. Utöver de direkta penningpolitiska åtgärderna leder möjligen högre räntemarginaler också till en viss åtstramning. Det faktum att konjunkturen nu kanske mattas både internationellt och i Sverige gör det inte mindre angeläget höja räntan för att inflationsmålet ska klaras på sikt. En avmattning av konjunkturen ligger i vårt huvudscenario.

Ingves poängterade vidare att det är viktigt att komma ihåg att huvudscenariots räntebana innebär en slags balansgång mellan den nedåtpressande kraften från den finansiella oron och den uppåtpressande kraften från resursutnyttjandet och inflationsförväntningarna i Sverige. Det kan inte uteslutas att, oavsett dagens räntebeslut, någon av krafterna framöver kommer att väga över mer markant och aktualisera helt andra räntebanor längre fram. En fördjupad nedgång i omvärlden skulle bidra till en lägre inflation i Sverige. Enligt ett alternativscenario skulle det betyda att räntesänkningar inleds redan i år. En högre inflation i omvärlden, till exempel till följd av betydligt högre oljepris, skulle å andra sidan aktualisera fortsatta räntehöjningar. Som alltid är den ekonomiska utvecklingen osäker, kanske extra osäker nu, men det ändrar inte på behovet av att nu välja väg, avslutade Ingves.

Svante Öberg kommenterade vad tidigare sagts av Svensson om att penningpolitiken fortfarande skulle vara expansiv snarare än neutral med hänsyn till nivån på realräntan. För egen del ansåg Öberg att penningpolitiken är relativt neutral. Efter räntehöjningen ligger den reala styrräntan på runt 2 procent, beroende på hur man deflaterar den nominella styrräntan, vilket är en relativt neutral nivå. I euroområdet och USA har realräntan de senaste 10 - 15 åren i grova drag varierat mellan 0 och 4 procent med ett genomsnitt på cirka 2 procent.

Lars E.O. Svensson ansåg att man med nuvarande höga inflationsförväntningar får en real reporänta som är klart lägre än 2 procent. För att ännu bättre uppskatta hur expansiv penningpolitiken är borde man dock jämföra den reala reporäntan med en tillståndsberoende neutral realränta istället för en långsiktig realränta, men arbetet på att skatta en sådan tillståndsberoende neutral realränta har ännu inte kommit tillräckligt långt.

Stefan Ingves menade att det finns olika sätt att beräkna realräntan och att den har varierat ganska kraftigt över tiden. Riksbanken har därför tidigare talat om ganska breda intervall för vad som kan betraktas som en normal nivå för realräntan.

Irma Rosenberg betonade också att man måste vara försiktig med att slå fast vad som är en neutral realränta. En sådan beror på förhållandena i ekonomin som varierar. Därför menade hon att Riksbanken inte kan binda sig för en bestämd nivå.

Stefan Ingves konstaterade att den finansiella sektorn i Sverige i allt väsentligt har varit åskådare till den finansiella oron. Nu drabbas den svenska ekonomin indirekt av krisen i USA. Det är en stor skillnad mot om en kris är genererad av den svenska finanssektorn i sig själv.

Stefan Ingves sammanfattade diskussionen om den ekonomiska utvecklingen i Sverige och penningpolitiken. Bedömningen av konjunktur- och inflationsutsikterna för den svenska ekonomin är i stort sett samma som i december. Konjunkturen i Sverige är fortfarande god och arbetsmarknaden stark. Tillväxten i BNP dämpas under året och ökningen i sysselsättningen avtar. Utnyttjandet av ekonomins resurser kommer ändå att vara högre än normalt. Inflationen har stigit snabbt i Sverige under 2007 och fortsätter att vara hög det närmaste året. Inflationstakten har dragits upp av högre priser på energi och livsmedel men i botten ligger också ett högt kostnadstryck. Även inflationsförväntningarna har stigit.

Synen på hur reporäntan kommer att utvecklas framöver är i stort sett densamma som i december, även om diskussionen pekar på vissa nyansskillnader. Men osäkerheten i bedömningen är stor. Penningpolitiken måste ta hänsyn till olika motverkande krafter. Å ena sidan är inflationen och det inhemska kostnadstrycket högt. Å andra sidan finns risker förknippade med turbulens på de internationella finansiella marknaderna och en dämpad internationell konjunktur. 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 beslut¹

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

Direktionen beslutade efter omröstning

- att fastställa den penningpolitiska rapporten enligt förslaget, protokollsbilaga A,
- att offentliggöra den penningpolitiska rapporten den 13 februari 2008 kl 9:30,
- att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 4,25 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 20 februari 2008,
- att höja utlåningsräntan till 5,00 procent respektive inlåningsräntan till 3,50 med tillämpning från onsdagen den 20 februari 2008,
- att onsdagen den 13 februari 2008 kl 9:30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 6 2008, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 25 februari kl 9:30.

Vice riksbankschef **Lars Nyberg** och förste vice riksbankschef **Irma Rosenberg** reserverade sig mot beslutet att höja reporäntan samt mot Penningpolitisk rapport 2008:1 och det huvudscenario som presenteras i denna. Tecken finns nu att konjunkturen i den svenska

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

ekonomin dämpas, men tillväxten väntas fortfarande bli relativt god. Kostnadstrycket är högt och inflationen ligger över målet. Dessutom har inflationsförväntningarna stigit både på kort och på lite längre sikt. Den inhemska utvecklingen talar därmed för att räntan bör höjas. Å andra sidan har osäkerheten om utvecklingen på de internationella finansiella marknaderna ökat sedan i december. Med hänsyn till de risker det innebär för en betydligt svagare utveckling i omvärlden och därmed även i den svenska ekonomin ansåg Nyberg och Rosenberg att det fanns skäl att avvakta med en räntehöjning och lämna reporäntan oförändrad vid dagens möte. Samtidigt ville de hålla öppet för att en höjning av reporäntan kan bli aktuell längre fram om förhållandena på de finansiella marknaderna förbättras.

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.