



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 17

DATUM: 2006-12-14

MÖTESTID: 13:00

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  
Kristina Persson  
Irma Rosenberg  
Eva Srejber  
Svante Öberg

Leif Pagrotsky, fullmäktiges vice ordförande

Jan Alsterlind (§1)  
Claes Berg  
Kerstin Hallsten  
Ann-Christine Högberg  
Pernilla Meyersson  
Marianne Nessén  
Bengt Pettersson  
Johan Rydelius (§1)  
Sara Tägtström  
Staffan Viotti  
Anders Vredin

### § 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Bengt Pettersson och Sara Tägtström skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1 och 2. Diskussionen utgick från den nya statistik och de analyser som avdelningen för penningpolitik redovisade. Dessa analyser baserades på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med de finansiella marknadernas förväntningar, så som de avspeglas i de s.k. implicita terminsräntorna. Detta är ett tekniskt beräkningsantagande och ska inte tolkas som ett ställningstagande till vilken räntebana Riksbanken anser mest önskvärd.

## 1. Konjunktur- och inflationsutsikterna

### 1.1 *Direktionsledamöternas diskussion kring den internationella konjunkturbilden*

En ledamot inledde med att hänvisa till bedömningen i inflationsrapporten från i oktober där det konstaterades att den internationella tillväxten varit både hög och stabil de senaste åren, inte minst under det första halvåret i år. BNP-tillväxten förväntas bli fortsatt god de närmaste åren, även om tillväxttakten avtar något framöver. Informationen som tillkommit sedan i oktober stämmer sammantaget väl överens med den bild av en fortsatt gynnsam global konjunktur som tecknades i inflationsrapporten. Konjunkturen ser ut att bli något svagare i USA och Japan än i oktoberprognosen, men det kompenseras av en starkare tillväxt i euroområdet, Storbritannien och Norden.

För USA var utfallet för BNP-tillväxten det tredje kvartalet i år något svagare än väntat. Detta sammanhänger framförallt med en överraskande snabb minskning av bostadsinvesteringarna. Hur dämpningen på bostadsmarknaden påverkar hushållens konsumtion är en viktig faktor att ta hänsyn till i bedömningarna av den amerikanska ekonomin framöver. De senaste indikatorerna för hushållens konsumtion är inte helt entydiga. Detaljhandelsförsäljningen i november tyder på en fortsatt stabil efterfrågan. Tillväxten i euroområdet har varit lite starkare än vad som antogs i oktober. BNP-utfallet för tredje kvartalet i år var visserligen i linje med prognosen, men samtidigt har utfallet för andra kvartalet reviderats upp.

Inflationen i omvärlden har varit något lägre än väntat, vilket till stor del förklaras av att oljepriset har fallit tillbaka oväntat snabbt. Terminspriseringen indikerar också ett lägre oljepris under första halvåret 2007. För 2008 och 2009 tyder terminspriseringen dock på ett högre pris. Även de globala producentpriserna för bearbetade varor har utvecklats svagare än beräknat. Sammantaget har detta inneburit att KPI-inflationen både i USA och i euroområdet har fallit något mer än väntat. I USA är den underliggande inflationen, rensad för energipriser och livsmedel, fortfarande relativt hög även om en viss dämpning har skett den senaste tiden. Sammantaget talar den nya informationen för en något lägre inflation i omvärlden framöver jämfört med prognosen i inflationsrapporten.

En annan ledamot höll i stora drag med om den beskrivna utvecklingen. Konjunkturen har gått in i en mognadsfas med USA i spetsen. Förändringarna jämfört med i oktober är dock inte särskilt stora. Tillväxten i världsekonomin är hög och förutsättningarna för en fortsatt gynnsam utveckling är goda. De finansiella förhållandena är alltjämt expansiva. Tillgångspriserna är höga, kreditspreadarna låga och kreditväxten hög på de flesta håll.

En ledamot påtalade att problemet med de globala obalanserna kvarstår och att riskerna förknippade med dessa inte är annorlunda än tidigare.

En annan ledamot menade dock att förutsättningarna för en ordnad anpassning av de globala obalanserna kan anses ha förbättrats. Dollarn sjunker i värde och ökningstakten i bostadspriserna har dämpats markant i USA. Detta är två faktorer som tidigare framhållits som viktiga för att få till stånd en gradvis anpassning av obalanserna.

En ledamot höll med om att den globala konjunkturen fortsätter att utvecklas positivt, även om bostadsmarknaden i USA har dämpats mer än vad som tidigare antagits. Den ekonomiska utvecklingen är gynnsam i euroområdet, Storbritannien och våra nordiska grannländer som tillsammans mottar en betydande del av den svenska exporten.

Ledamoten menade att det är positivt att den senaste tidens dollarförsvagning kommer nu och inte för några år sedan. Det starkare konjunkturläget gör att euroområdet kan absorbera en dollarförsvagning bättre än tidigare. Så länge det inte sker några abrupta korrigeringar utgör dollar- och amerikanska husprisutvecklingen inga stora riskfaktorer. Så här långt tyder utvecklingen inte på att det skulle vara fråga om någon skadlig korrigering av de globala obalanserna. För att mer abrupta anpassningar ska ske krävs sannolikt att det händer något extraordinärt, t.ex. säkerhetspolitiskt.

En annan ledamot instämde i att sannolikheten har ökat för en ordnad anpassning av de globala obalanserna. I ett sparandeperspektiv har utsikterna förbättrats för en minskning eller åtminstone en stabilisering av USA:s bytesbalansunderskott genom att både det offentliga och privata sparandet ser ut att öka. De offentliga finanserna i USA har förbättrats snabbt till följd av betydande skatteintäkter och dämpningen på bostadsmarknaden kan ha bidragit till det ökade sparandet bland hushållen som skett den senaste tiden.

### *1.2 Direktionsledamöternas diskussion kring den finansiella marknadsutvecklingen*

En ledamot konstaterade att de implicita terminsräntorna har förändrats marginellt jämfört med bedömningen i inflationsrapporten. Marknadens förväntningar på framtida reporänteförändringar har skiftat upp något för det närmaste året, men nedåt på längre sikt. De långa räntorna har sjunkit den senaste tiden både i Sverige och i omvärlden. En orsak kan vara ökad pessimism om konjunkturen i USA till följd av dämpningen på bostadsmarknaden.

Kronan har i handelsvägda termer stärkts snabbare än väntat, bland annat till följd av den allmänna dollarförsvagningen. Frågan är hur länge denna trend håller i sig. Det sker ofta tvära kast på valutamarknaderna. Att kronan ska stärkas är dock naturligt mot bakgrund av att utvecklingen är gynnsam i Sverige relativt omvärlden både i termer av tillväxt och inflation under prognosperioden. Kronan kan mycket väl även framöver komma att bli något starkare än vad Riksbanken tidigare räknat med.

Börserna i både Sverige och omvärlden har stigit med omkring 10-15 procent hittills i år. En viktig bidragande orsak är den fortsatt starka vinsttillväxten i företagen. Utlåningen till de svenska hushållen har fortsatt att öka och bostadspriserna fortsätter att stiga även om en viss dämpning av ökningstakterna möjligen kan ha skett under hösten.

Två ledamöter menade dock att det är för tidigt att säga vart den svenska kredit- och bostadsmarknaden är på väg. Även om en viss dämpning har skett så är det fortfarande fråga om höga ökningstakter i priser och utlåning.

### *1.3 Direktionsledamöternas diskussion kring den svenska konjunkturbilden*

En ledamot inledde med att kommentera att den svenska ekonomin utvecklats något starkare än vad som bedömdes i inflationsrapporten i oktober. Dels har BNP-tillväxten och produktiviteten reviderats upp för 2004 och 2005, dels finns det indikationer på att tillväxten kan bli något starkare i år och nästa år än Riksbanken räknade med i oktober. Ny nationalräkenskapsstatistik visar att BNP-tillväxten det tredje kvartalet i år var lite högre än väntat och indikatorer som detaljhandelsförsäljning, konjunkturbarometern och inköpschefsindex vittnar om att tillväxten även det fjärde kvartalet blir högre än väntat. Konsumtionen utvecklades visserligen något svagare än väntat under tredje kvartalet, men

indikatorer såsom hushållens inköpsplaner tyder på att hushållen alltjämt är optimistiska. Utrikeshandeln har fortsatt att utvecklas starkt och det finns anledning att revidera upp prognosen på kort sikt. Däremot har investeringarna utvecklats något svagare än väntat.

Sysselsättningen har fortsatt att öka snabbt och uppgången har varit starkare än väntat. Indikatorer som antalet varsel och lediga platser tyder också på en god arbetsmarknadsutveckling framöver. Det förbättrade arbetsmarknadsläget har även inneburit att arbetskraftsutbudet har stigit. Arbetslösheten har därför inte minskat i samma utsträckning som sysselsättningsökningen annars skulle ha implicerat.

Produktivitetstillväxten är i utgångsläget mycket stark även om utfallet det tredje kvartalet i år var något svagare än väntat. Produktivitetstillväxten bedöms dock mattas av i takt med att läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Lönerna har enligt nationalräkenskaperna stigit något mindre än vad som prognostiserades i inflationsrapporten. Inför avtalsrörelsen har LO presenterat lönekrav på i genomsnitt 3,9 procent per år under avtalsperioden samt en särskild satsning på låginkomsttagarna. Från arbetsgivarhåll uppskattas att kostnaderna för de presenterade lönekraven blir högre. I oktober var Riksbankens prognos att lönerna (enligt konjunkturlönestatistiken) skulle stiga med nära 4 procent årligen de kommande åren. Det är i dagsläget för tidigt att avgöra om det finns anledning att ändra den bedömningen.

Inflationsförväntningarna har ökat något överlag på två och fem års sikt, men penningmarknadsaktörernas förväntningar ligger kvar på omkring 2 procent.

En ledamot höll med om bilden av den gynnsamma konjunkturutvecklingen. BNP-tillväxten tycks bli lite starkare och sysselsättningen betydligt starkare än vad som prognostiserades i inflationsrapporten.

En ledamot noterade att direktionen på ett antal penningpolitiska möten har konstaterat att tillväxten överraskat på uppåt. Nu har även tillväxten bakåt i tiden reviderats upp. Den snabbare sysselsättningsökningen talar också för en något starkare tillväxt framöver än vad vi trodde tidigare.

En annan ledamot instämde i huvudsak med den inledande beskrivningen. Produktivitetstillväxten har dämpats och den bör bli lägre framöver när arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Ledamoten ville dock tona ned risken för att en starkare tillväxt måste leda till högre löner än väntat. På de lokala/regionala arbetsmarknaderna fungerar ofta samarbetet mellan näringsliv, utbildningsanordnare och arbetsförmedling bra. Förutsatt att det fortsatt kommer att finnas resurser för utbildning av arbetssökande bör parterna vara väl rustade att möta en ökad efterfrågan. Avtalsrörelsen innebär visserligen en viss osäkerhet, men löneutvecklingen har ofta överskattats de senaste åren.

En ledamot höll i stort sett med tidigare inlägg. Det är små förändringar sedan oktober. Tillväxten och ökningen i sysselsättningen blir troligen lite starkare i år och nästa år jämfört med prognosen i inflationsrapporten. Den inhemska efterfrågan är stark och ekonomin får draghjälp från utlandet. Sysselsättningen stiger i god takt och arbetslösheten sjunker samtidigt som bristtalen ökar. Ledamoten väckte i ljuset av det senaste utfallet för arbetslösheten frågan om inte arbetslöshetsprognosen var något hög.

En annan ledamot noterade att arbetslösheten i november var ovanligt låg, 4,3 procent, men att det ger en säkrare bild att se på tre månaders glidande medelvärden då läget på

arbetsmarknaden ska analyseras. Detta på grund av den s.k. paneleffekten, som beror på att det är tre av varandra oberoende urval som undersöks under tre på varandra följande månader. Om hänsyn tas till paneleffekten och säsongsmönstret blir bilden av läget på arbetsmarknaden inte lika stram. Den säsongrensade arbetslösheten under tremånadersperioden september-november var cirka 5 procent.

En ledamot noterade att sysselsättningsprognosen i inflationsrapporten varit något försiktig. Det leder till att prognosen nu får justeras upp. Samtidigt är det svårt att göra bra prognoser när det sker stora strukturella förändringar på arbetsmarknaden och i ekonomin. Det intressanta är vilken effekt alla dessa förändringar i slutändan får på inflationen.

En ledamot sammanfattade diskussionen. I omvärlden har konjunkturen i stora drag utvecklats i linje med bedömningen i oktober. Tillväxten ser ut att bli något lägre i USA och Japan men å andra sidan lite starkare i euroområdet och Norden. I Sverige förefaller BNP-tillväxten i år bli något starkare än väntat och en viss upprevidering av prognosen kan även vara motiverad för 2007. Detsamma gäller prognoserna för sysselsättningen och arbetskraften.

#### *1.4 Direktionsledamöternas diskussion kring inflationsutsikterna*

En ledamot inledde diskussionen med att konstatera att den årliga ökningstakten av KPI och UND1X uppgick till 1,7 respektive 1,3 procent i november, vilket var i linje med prognosen i inflationsrapporten. Reviderad nationalräkenskapsstatistik visar att kostnadstrycket var lägre både 2004 och 2005 än vad som tidigare rapporterats till följd av att produktivitetstillväxten var något snabbare och löneutvecklingen något långsammare. Eftersom priser är trögrörliga och reagerar långsamt på kostnadsförändringar torde detta påverka bedömningen av inflationen framöver. Den närmaste tiden hålls dessutom inflationen tillbaka av lägre energipriser och starkare krona än vi räknade med i oktober. Men precis som tidigare är det rimligt att räkna med att inflationen stiger gradvis när resursutnyttjandet ökar. På längre sikt är inflationsutsikterna i stort sett desamma som i oktober. Det innebär att inflationen mätt med det underliggande måttet UND1X väntas vara nära, om än något i underkant av, målet i ett tvåårsperspektiv. Detta förutsätter att reporäntan höjs gradvis.

Övriga ledamöter delade i stort denna bedömning.

En ledamot kunde även tänka sig att vi kommer att få se en ännu större nedgång i energipriser och därmed en lägre inflation under det närmaste året. Å andra sidan är det viktigt att vara observant på vad som händer med den underliggande inflationen, där olika typer av mått har visat på en gradvis ökning under det senaste året. En fortsatt expansion av tjänstesektorn kan väntas leda till ett högre inflationstryck eftersom produktivitetstillväxten inom denna sektor som regel är lägre än inom den varuproducerande sektorn. På några års sikt är det rimligt att anta att inflationen kommer att vara nära målet.

En ledamot höll med om att det finns faktorer som talar för ett fortsatt lågt inflationstryck den närmaste tiden. Men det finns också ett antal faktorer som talar för ett stigande inflationstryck på sikt. En särskild osäkerhetsfaktor nästa år är avtalsförhandlingarna på arbetsmarknaden. Lönerna har ökat måttligt under de senaste åren. Även om löneökningstakten kan förväntas stiga något de närmaste åren då läget på arbetsmarknaden förbättras så är det mest sannolika ändå att avtalen resulterar i relativt måttliga löneökningar. Det finns för närvarande relativt gott om lediga resurser på arbetsmarknaden,

vilket bör hålla tillbaka löne- och prisökningstakten. Institutionella förändringar såsom ett förbättrat ramverk för lönebildningen och en ökad trovärdighet för penningpolitiken har också bidragit till att lönebildningen fungerat bättre under det senaste decenniet än tidigare. Samtidigt stiger sysselsättningen i rask takt och det finns naturligtvis en risk att avtalsrörelsen blir mer problematisk och resulterar i högre löneökningar än väntat. Sammantaget med den starkare reala tillväxten innebär det att upptriskerna för inflationen som påtalades i inflationsrapporten framstår som tydligare.

En ledamot påpekade att om en bristsituation skulle uppstå på arbetsmarknaden riskerar det till följd av ett större inslag av lokal lönebildning att snabbare slå igenom i en högre löneökningstakt än tidigare. Avtalsrörelsen är visserligen en osäkerhetsfaktor, men företagens höga vinster gör samtidigt att en högre löneökningstakt inte nödvändigtvis behöver leda till stigande priser i konsumentledet.

En ledamot instämde i att inflationsbedömningen från i oktober kvarstår i allt väsentligt. Det rör sig endast om marginella förändringar i synen på den inhemska och internationella utvecklingen. Sammantaget är bilden ungefär densamma som tidigare. Samtidigt är det nödvändigt att noga följa vad som händer med lönebildningen i det starka konjunkturläge vi befinner oss i. Den finansiella utvecklingen stödjer också bilden av ett starkt efterfrågeläge.

En annan ledamot underströk vad de tidigare ledamöterna sagt om riskerna. Vi befinner oss i en högkonjunktur med en expansiv finans- och penningpolitik. Den snabbare sysselsättningsökningen och stigande bristtal inger också en viss oro inför nästa års avtalsrörelse. Det starka konjunkturläget avspeglas också i en snabb kredit- och penningmängdstillväxt. Detta är något som är värt att vara fortsatt uppmärksam på.

En ledamot betonade att på kort sikt hålls inflationen ned av energipriserna, men i ett läge med en snabb ökning i inhemsk efterfrågan är det viktigt att noga följa prisutvecklingen på olika områden. Elprisutvecklingen är en tillfällig utbudseffekt som inte penningpolitiken ska ta hänsyn till. Rensat för energipriserna stiger den inhemska inflationen enligt prognosen. Som förut hålls inflationen nere av låg importerad inflation. Som tidigare ledamöter tagit upp är tillgångsprisökningen och kredittillväxten fortsatt hög, även om det kan ha skett en viss dämpning den senaste tiden. Liksom tidigare innebär det en fortsatt risk för en kraftig sättning i efterfrågan på längre sikt, vilket så småningom kan ge en inflation som understiger målet. Ledamoten noterade samtidigt att inflationsförväntningarna stigit på två och fem års sikt hos såväl arbetsmarknadens parter som inköpscheferna.

En ledamot sammanfattade diskussionen med att inflationen på två års sikt väntas vara nära målet, ungefär i linje med bedömningen i inflationsrapporten. På kort sikt kan inflationen bli något lägre än väntat, främst till följd av lägre energipriser. Ledamoten noterade samtidigt att flera ledamöter uttryckt oro för att det starka konjunkturläget kan leda till en högre inflation än väntat.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Den svenska ekonomin utvecklas något starkare än vi bedömde i inflationsrapporten i oktober. Det gäller både BNP och sysselsättningen. Konsekvenserna för resursutnyttjandet

är dock oklara eftersom även arbetsutbudet ökar snabbare. Inflationstrycket ser än så länge ut att inte ha ökat. Kostnadstrycket var lägre både 2004 och 2005 än vad som tidigare rapporterats och den närmaste tiden hålls inflationen tillbaka av lägre energipriser och starkare krona än vi räknade med i oktober. Men på längre sikt är inflationsutsikterna i stort sett desamma som i oktober, vilket innebär att inflationen väntas vara nära om än något i underkant av målet i ett tvåårsperspektiv. Förändringarna i marknadens förväntningar om den svenska reporäntan har varit små jämfört med vad som låg till grund för bedömningarna i oktoberrapporten.

Inflationen ligger under inflationsmålet en stor del av prognosperioden och det skulle i och för sig kunna tala för att räntan skulle kunna höjas något långsammare än vad marknaden förväntar sig. De gynnsamma utbudsförhållanden som rått de senaste åren förutsätts fortsätta att hålla tillbaka inflationen under prognosperioden, men i gradvis mindre utsträckning i takt med att arbetsmarknaden stärks. Möjligheten finns naturligtvis att kostnadstrycket kan bli lägre än vi räknat med även framöver. Men penningpolitiken är fortfarande expansiv – ett tecken på det är att kreditillväxten är stark – och man kan inte bortse från riskerna med att fortsätta stimulera ekonomin med låg ränta när den växer så snabbt. Enligt min mening är det därför motiverat att höja räntan med 0,25 procentenheter vid dagens möte även om det innebär att det tar lite mer än två år innan inflationen når 2 procent.

Reporäntan kommer, som vår bedömning nu ser ut, att behöva höjas ytterligare. Men i vilken takt det ska ske beror på hur ekonomin utvecklas. Den starka tillväxten och den nya regeringens ekonomiska politik innebär att efterfrågan på arbetskraft sannolikt ökar. Men även arbetsutbudet påverkas och av allt att döma finns det en betydande arbetskraftsreserv i dagsläget. Andelen företag som anger brist på arbetskraft stiger visserligen men är ännu inte hög mer än i några branscher t.ex. byggsektorn. Vilka konsekvenserna blir för inflationen kommer inte minst att bero på hur väl matchningen på arbetsmarknaden fungerar. Det är något vi måste följa noga framöver. Med hänsyn till den information som för närvarande finns tillgänglig är det enligt min bedömning rimligt att räkna med att reporäntan kan behöva höjas ungefär i den takt marknaden förväntat den senaste tiden.

Mot bakgrund av den tidigare förda diskussionen av konjunkturbilden och inflationsutsikterna ställde sig samtliga ledamöter bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter.

En ledamot påpekade dock att inflationsprognosen även kunde motivera en räntebana som innebär en något långsammare ränteuppgång framöver, vilket skulle kunna ge en mer gynnsam realekonomisk utveckling. Men riskerna förknippade med den starka konjunkturen och den pågående avtalsrörelsen gör att det i dagsläget ändå inte finns någon anledning att ha en avvikande syn, menade ledamoten.

En ledamot konstaterade sammanfattningsvis att den nya information som inkommit inte ger anledning till att ändra bedömningen från i oktober i någon avgörande riktning. Efterhand väntas det starka konjunkturläget leda till att det inhemska kostnadstrycket ökar, i takt med att tillväxten i produktiviteten dämpas och lönerna stiger snabbare. Detta medför att inflationen stiger. Inflationen, mätt med såväl KPI som UND1X, väntas dock bli måttlig

trots en god utveckling av konjunkturen. Detta beror på ett lågt inhemskt kostnadstryck i utgångsläget och en internationell prispress. Därtill hålls inflationen ned av tillfälligt fallande energipriser och en förstärkning av kronan. Jämfört med bedömningen i oktober kan prognosen för inflationen på kort sikt behöva revideras ned främst till följd av lägre energipriser. I övrigt är analysen av läget ungefär densamma som i inflationsrapporten i oktober och det är rimligt att räkna med att reporäntan kommer att behöva höjas ytterligare, ungefär på det sätt marknaden förväntat sig under senare tid.

Hur penningpolitiken ska utformas framöver kommer som vanligt att bero på den nya information som inkommer om den ekonomiska utvecklingen utomlands och i Sverige och vilka effekter denna kan få för de svenska inflationsutsikterna.

### § 3. Penningpolitiskt beslut

Ordföranden konstaterade att endast ett förslag förelåg: att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 3,0 procent.

Direktionen beslutade enhälligt

- att höja reporäntan till 3,0 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 20 december 2006,
- att höja utlåningsräntan till 3,75 procent och inlåningsräntan till 2,25 procent med tillämpning från onsdagen den 20 december 2006,
- att 15 december 2006 kl. 9.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 53 2006, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras den 2 januari 2007 kl. 9:30.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Stefan Ingves, Eva Srejber, Lars Nyberg, Kristina Persson, Irma Rosenberg, Svante Öberg