



# SÄRSKILT PROTOKOLL

## Direktionen, Nr 20

DATUM: 2005-12-01

MÖTESTID: Kl. 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: Lars Heikensten, ordförande  
Eva Srejber  
Villy Bergström  
Lars Nyberg  
Kristina Persson  
Irma Rosenberg  
Claes Berg  
Mårten Bjellerup  
Jörgen Eklund  
Victoria Ericsson  
Kerstin Hallsten  
Jyry Hokkanen  
Ann-Christine Högberg  
Pernilla Meyersson  
Anders Vredin  
Arvid Wallgren (§ 1)

### § 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Mårten Bjellerup och Victoria Ericsson skulle sammanställa erforderligt underlag för upprättande av dagens protokoll under § 1 och 2.

Diskussionen utgick från de analyser och den nya statistik 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 så kallade implicita terminsräntorna. Detta är ett tekniskt beräkningsantagande och ska inte tolkas som ett ställningstagande till vilken räntebana Riksbanken anser mest önskvärd.

## 1. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan direktionmötet den 24 november.

KPI för euroområdet i november visar en ökning på 2,4 procent i årstakt. BNP-tillväxten under det tredje kvartalet i USA har reviderats upp till en årlig ökningstakt på 4,3 procent, vilket översteg marknadens förväntningar. Det amerikanska konsumentförtroendet har ökat efter två månaders nedgång. Prissättningen på s.k. Fed fund futures speglar en uppgång i de amerikanska ränteförväntningarna till ca 4,75 procent i slutet av våren. Även de penningpolitiska förväntningarna i euroområdet har stigit och motsvarar en styrränta på ca 3,25 procent på ett års sikt.

I Sverige visade försäljningen av sällanköpsvaror en uppgång på ca 10 procent i årstakt i oktober vilket bidrog till att detaljhandelsstatistiken blev starkare än marknadens aktörer hade räknat med. Hushållens förtroendeindikator (CCI) föll för tredje månaden i rad från 12,2 i oktober till 9,9 i november. Även inköpschefsindex för november föll något jämfört med månaden innan, men visar fortfarande på att ekonomin expanderar. Hushållens inflationsförväntningar i oktober uppgick till 1,9 procent på ett års sikt.

I Sverige har de korta räntorna stigit något medan de långa räntorna varit så gott som oförändrade. Tremånaders FRA-kontrakt med förfall inom ett år har stigit med 4 punkter. En del av denna ökning kan hänföras till marknadens reaktion på Villy Bergströms tal den 25 november. De implicita terminräntorna är nu något högre än det genomsnitt t.o.m. den 11 november som redovisas i inflationsrapporten. Kronan har försvagats något mot dollarn medan den i stort sett har varit oförändrad mot euron.

## 2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till Inflationsrapport 2005:4, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 14 och 24 november.

I inflationsrapporten konstaterades att tillväxten åter tilltagit i världen efter en svacka tidigare i år. Bedömningen i oktoberrapporten var att det globala resursutnyttjandet skulle stiga men att BNP-tillväxten skulle mattas något. Denna bild står sig i stort. Sedan oktober har oljepriset sjunkit tillbaka mer än väntat vilket har bidragit till att prognosen för oljepriset har reviderats ned. I både USA och euroområdet har inflationen blivit oväntat hög. Sammantaget har en viss upprevidering av det internationella pristrycket gjorts för i år och nästa år.

Sedan i oktober har räntorna stigit internationellt. Mycket talar för att detta delvis hänger samman med den starka konjunkturen och den stigande inflationen. Utvecklingen har medfört att även de svenska räntorna har stigit. Kronan har varit svagare än förväntat. De gynnsamma tillväxtutsikterna i Sverige och överskottet i bytesbalansen talar dock för att kronan kommer att förstärkas under prognosperioden. Dessutom väntas ränteskillnaden mot omvärlden minska.

Den statistik som inkommit sedan oktober bekräftar bilden av en fortsatt god ekonomisk tillväxt i Sverige efter uppbromsningen tidigare i år. Drivkrafter framöver är en expansiv

ekonomisk politik, en god tillväxt på exportmarknaderna och höga företagsvinster. Det finns också tecken på att situationen på arbetsmarknaden håller på att förbättras. Detta talar sammantaget för att resursutnyttjandet stiger framöver. En viss upprevidering har gjorts av prognosen för BNP-tillväxten i år och nästa år, delvis beroende på att ny information tyder på att utvecklingen är något starkare än väntat. Samtidigt väntas den svagare växelkursen ge ytterligare stimulans till exporten.

Inflationen har stigit något på senare tid men är fortfarande låg. Bedömningen är att inflationen kommer att fortsätta att öka framöver till följd av bl.a. ett stigande resursutnyttjande i Sverige och i omvärlden. Uppgången bedöms dock bli måttlig. Effekterna av en svagare växelkurs och något högre internationell inflation motverkas bl.a. av att oljepriset bedöms bli lägre än vad som antogs i oktober. Sammantaget väntas inflationen mätt med UND1X stiga gradvis framöver för att på ett par års sikt vara ungefär i linje med målet på 2 procent.

Tillväxtutsikterna för världsekonomin och den svenska ekonomin bedöms nu vara något mindre osäkra. Fortfarande finns det dock en viss osäkerhet om konjunkturutvecklingen och inflationstrycket kopplad till oljepriset och de globala obalanserna. Viktiga inhemska osäkerhetsfaktorer är som tidigare utvecklingen av produktiviteten och den ökade konkurrensen. Till detta kommer en risk för att kronan, framförallt på kort sikt, inte stärks som väntat trots att fundamentala faktorer alltfjämt talar för det. Riksbanken gör bedömningen att riskerna för högre inflation än i huvudscenariot nu är något större än riskerna för lägre inflation.

Direktionen gjorde sammantaget bedömningen att den nya informationen som inkommit sedan direktionsmötet den 24 november inte ger anledning till en förändrad syn på inflationsutvecklingen jämfört med den som redovisats i inflationsrapporten.

Direktionen beslutade

- att fastställa inflationsrapporten enligt förslaget samt
- att offentliggöra inflationsrapporten den 2 december kl. 09.30.

## § 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Tillväxten i svensk ekonomi bedöms bli god de kommande åren och prognosen är marginellt uppreviderad för i år och nästa år jämfört med i oktober. Den information som kommit in sedan dess har också till en del undanröjt osäkerheten kring konjunkturutvecklingen såväl i omvärlden som i Sverige och bedömningen är att inflationen kommer att stiga framöver när resursutnyttjandet ökar. Mot den bakgrunden är det rimligt att den tidpunkt närmar sig då det är dags att penningpolitiken får en något mindre expansiv inriktning. Liksom tidigare finns det också anledning att väga in de ökade risker som följer av den snabba ökningen av huspriserna och hushållens skuldsättning.

Samtidigt finns det skäl som talar för att det kan dröja ytterligare någon tid innan räntan höjs. Inflationen är fortfarande låg, detsamma gäller kostnadstrycket, och detta hänger bl.a. samman med produktivitetens utvecklingen. Bedömningen är att inflationen kommer att stiga framöver när resursutnyttjandet ökar i

Sverige och i omvärlden, men i relativt långsam takt. Prognosen i huvudscenariot innebär att inflationen på ett par års sikt beräknas vara i linje med målet 2 procent samtidigt som den reala ekonomin utvecklas balanserat. Det är heller inga problem med inflationsförväntningarna, de är överlag väl i överensstämmelse med målet. Till bilden hör också att arbetsmarknaden fortfarande är svag. Det finns tydliga tecken på att en förbättring är på väg, men ännu har sysselsättningen ökat endast i begränsad omfattning. De arbetsmarknadspolitiska insatserna ökar relativt kraftigt och nästa år står de för en betydande del av ökningen av sysselsättningen. Den totala arbetslösheten, d.v.s. öppen arbetslöshet och arbetsmarknadspolitiska insatser sammantaget, beräknas ligga kvar på samma höga nivå nästa år som i år.

Inflationsprognosen bygger på antagandet att reporäntan utvecklas i linje med marknadens förväntningar som de avspeglas i de genomsnittliga implicita terminsräntorna under en 15-dagarsperiod t.o.m. den 11 november. Det innebär att reporäntan den här gången förväntas vara oförändrad vid dagens möte och att den gradvis börjar höjas någon gång i början av nästa år. Detta väntas leda till en inflation i linje med målet på ett par års sikt och en stabil utveckling av den reala ekonomin. Om reporäntan istället antas vara konstant under hela prognosperioden stiger inflationen något snabbare och beräknas bli marginellt högre än målet, men först mot slutet av tvåårsperioden. I avvägningen av när det kan vara dags att höja reporäntan framstår marknadens förväntningar om att det sker någon gång i början av nästa år därför som rimliga. Mitt förslag till beslut vid dagens möte är att reporäntan skall hållas oförändrad.

En osäkerhetsfaktor som det finns anledning att särskilt kommentera är växelkursens utveckling. Kronan har utvecklats svagare än väntat. Mycket talar för att det till stor del sammanhänger med kortsiktiga finansiella flöden som påverkats av förväntningar om utvecklingen av olika centralbankers styrräntor den närmaste tiden. Kronan förväntas fortfarande stärkas framöver även om prognosen för kronans framtida utveckling har justerats lite i svagare riktning. Detta har också påverkat inflationsprognosen något uppåt. Om kronan skulle förbli svag längre än prognostiserat och fler aktörer i ekonomin börjar betrakta försvagningen som varaktig, ökar riskerna för att inflationen pressas upp mer än väntat. Detta kan innebära att Riksbanken tvingas till en snabbare och kraftigare anpassning av reporäntan än vad som nu ligger i marknadens förväntningar.

En ledamot instämde i den redovisade bilden både vad gäller analysen och slutsatserna. Ledamoten ansåg att det nu finns skäl att ha större tillförsikt inför den ekonomiska utvecklingen i omvärlden, främst USA och Kina. Tillväxten i Kina är fortsatt stark och investeringarna tycks ha dämpats något i de mest överhettade sektorerna, till exempel fastigheter och infrastruktur. Detta talar för att en mjuklandning i ekonomin är möjlig. De kinesiska myndigheterna anstränger sig för att få till stånd en mer balanserad utveckling bl.a. genom att förbättra förutsättningarna för en ökning av den inhemska efterfrågan. Revalveringen av valutan i juli kan ses som ett led i detta arbete. Den ekonomiska utvecklingen i Asien får även stöd av ökad tillväxt i Japan. Därtill finns det tecken på en bred uppgång i amerikansk ekonomi, den senaste arbetsmarknadsstatistiken visar t.ex. på ett bättre läge än väntat, och de tillfälliga effekterna från orkanerna håller på att klinga av.

Obalanserna i världsekonomin finns visserligen kvar och ökar, men risken för att det ska ske en abrupt anpassning den närmaste tiden tycks ha minskat. Men ju längre tid som går innan

en anpassning påbörjas desto större risk för att det sker en kraftigare korrigeringslängre fram.

Vad gäller svensk ekonomi tycks en positiv utveckling bekräftas av ökande investeringar, en uppgång i den privata konsumtionen och en begynnande vändning på arbetsmarknaden. Ledamoten höll med om att tidpunkten för en räntehöjning närmar sig men att reporäntan bör lämnas oförändrad vid dagens sammanträde.

En annan ledamot konstaterade att tillväxten i omvärlden är rätt god. USA är fortfarande motorn vilket har varit fallet under det senaste decenniet. Ledamoten noterade att riskerna för världsekonomin förknippade med det amerikanska bytesbalansunderskottet ökar så länge USA har denna dominerande position.

Även i Asien är tillväxten god. Återhämtningen i Japan verkar vara stabil och uthållig vilket är positivt för världshandeln. Det finns även vissa positiva tecken i euroområdet. Ledamoten ställde sig dock tveksam till att den nytillträdde tyska regeringens avsikt att höja moms 2007 skulle leda till att hushållen tidigare lägger en del av sin konsumtion. Regeringen i Tyskland kan inte heller räkna med hjälp av fallande långräntor vid den planerade budgetsaneringen, som Sverige kunde under mitten av 1990-talet. Tyskland utgör därmed en bromsfaktor. Även andra av Sveriges stora handelspartners i euroområdet har ekonomiska problem. Dessa länders planerade konsolidering av statsfinanserna minskar utrymmet för tillväxt i efterfrågan under de närmaste åren. Sveriges exportmarknader i stort uppvisar dock en tillväxt på ungefär 6 procent, vilket är i linje med det historiska genomsnittet. Fortsätter kronans svaga utveckling finns chans till att de svenska företagen ökar sina marknadsandelar i omvärlden. I den reala ekonomin syns inga tydliga effekter av det höga oljepriset.

Penningpolitiken kan lätt halka efter givet det läge som den svenska konjunkturen befinner sig i, fortsatte ledamoten. I nuvarande läge växer alla efterfrågekomponenter snabbt. Konsumtionsökningen stöds av en kraftig förbättring av de reala disponibla inkomsterna nästa år och ökningstakten för investeringar är högre än för BNP-tillväxten. De offentliga utgifterna har ökat svagt en längre tid men väntas stiga brant och exporten går starkt med en ökning på ca 6 procent. Dessutom kanske uppsvinget i exporten underskattas mot bakgrund av kronans svaga utveckling. Bland småföretagen finns det tecken på en stark exportökning. Att arbetsmarknaden är den svaga punkten i ekonomin beror på strukturella faktorer och inte på för låg efterfrågan. Ett tecken på detta är en ökande efterfrågan på bemanningsföretagens tjänster, som spås på ytterligare av ett regelverk som håller tillbaka ordinarie anställningar. Därtill uppger byggbranschen att det råder brist på arbetskraft, trots att arbetslösheten i branschen är relativt hög. Färre varsel och fler lediga platser visar på att läget på arbetsmarknaden förbättrats.

Konjunkturcykeln och valcykeln förstärker denna gång varandra, något som gör att utvecklingen kan gå snabbare än förutspått på det vis som tecknades i riskbilden. Låga räntor, en svag växelkurs och en expansiv finanspolitik genererar reala inkomstökningar, vilket bidrar till att konsumtionen kan komma att öka rejält 2006.

Ledamoten ansåg att det är lämpligt att ta tillbaka en del av räntesänkningen på 50 punkter i juni för att undvika att komma för sent. Det skulle också fungera som en signal som kan verka dämpande på husprisutvecklingen och hushållens skuldsättning. Ledamoten förordade

mot denna bakgrund en höjning av reporäntan med 25 punkter, och menade att i så fall kan nästa höjning dröja ett par månader in på nästa år.

En tredje ledamot instämde i bedömningarna som gjorts i inflationsrapporten. Statistiken som kommit in sedan stoppdatum för inflationsrapporten bekräftar att tillväxten i utlandet förbättras ungefär i linje med prognosen. Ny information är om något snarast åt det starkare hållet, bl.a. har tillväxten i USA för det tredje kvartalet reviderats upp till 4,3 procent i årstakt. Även i euroområdet pekar informationen på att prognosen för helåret 2005 sannolikt behöver höjas något. Ledamoten invände mot föregående ledamots beskrivning av att euroområdets finanspolitik skulle riskera att medföra lägre tillväxt. Enligt de föreliggande planerna är de strukturella underskotten i stort sett oförändrade under de kommande två åren. Vad gäller Asien så ser nu vändningen uppåt stabil ut även i Japan och Sydkorea. Inflationstrycket har också stigit vilket föranlett flera centralbanker att höja styrräntorna eller signalera kommande höjningar. På flera håll syns dock det ökade pristrycket än så länge främst i producentledet och några markanta andrahandseffekter av de höga energipriserna har ännu inte noterats.

Ledamoten konstaterade att även inkommande siffror för svensk del ungefär är i linje med prognosen om en ökande tillväxttakt. Exporten förbättras, konsumtionen tar fart, disponibla inkomster ökar och läget på arbetsmarknaden ser ljusare ut. Bostadspriser och kredittillväxt fortsätter att öka starkt. Det skulle inte förvåna om svensk tillväxt 2005 blir högre än den nuvarande prognosen i inflationsrapportens huvudscenario. Framöver skulle tillväxten också kunna bli högre om hushållen återgår till det historiska mönstret att utnyttja ökning i realförmögenhet till ökad konsumtion, vilket kan bli fallet bl.a. då arbetsmarknaden förbättras.

Ledamoten höll med föregående ledamot vad gäller den penningpolitiska situationen. Den ekonomiska politiken är mycket expansiv. Jämfört med inflationsrapporten i juni har prognosen för BNP-tillväxten innevarande år reviderats upp med 0,5 procentenheter. Inledningen av 2005 ser nu heller inte lika svag ut som den gjorde i juni. Därefter har finanspolitiken förts i en mer expansiv riktning och kronan har blivit svagare än väntat.

Prognosen baserad på såväl implicita terminräntor som en konstant reporänta visar att räntan behöver höjas under prognosperioden för att inflationen inte ska överstiga målet. Frågan är om detta ska inledas nu eller i början av nästa år. Med den information som fanns tillgänglig i juni var det rimligt att i den penningpolitiska avvägningen lägga stor vikt vid resursutnyttjandet och inflationsutvecklingen på ett par års sikt. Samtidigt lades mindre vikt vid bostadspris- och skulduutveckling och de risker som de medför för efterfrågan och inflationen på lite längre sikt. Nu visar konstantränteprognosen att inflationen är på väg över målet mot slutet av perioden, och tillväxten är god. Därmed är det rimligt att börja höja räntan med 25 punkter vid dagens möte. Det minskar risken för att kronan fortsätter att vara svag och därmed risken för en ännu högre inflation framöver än i huvudscenariot. En räntehöjning bidrar också till att minska risken för tydligt överdrivna bostadspriser och för hög skuldsättning.

En annan ledamot konstaterade att bedömningarna som görs i inflationsrapporten kan stödja olika slutsatser, men att en räntehöjning vid dagens sammanträde skulle överraska aktörerna på de finansiella marknaderna. Det är viktigt att i ordnade former förbereda såväl de finansiella marknaderna som allmänheten för förändringar av reporäntan, särskilt om de innebär början på en ny trend för reporäntan.

Ledamoten betonade att fokus vid det penningpolitiska beslutet bör ligga på inflationsprognosen om inte starka skäl föreligger för något annat. Enligt den prognos, som alla i direktionen ställt sig bakom, ligger inflationen klart under målet ett år fram i tiden, även om Riksbanken dröjer något med att höja reporäntan. Därefter stiger inflationen sakta för att efter två år vara i linje med inflationsmålet.

Sant är att efterfrågan växer snabbt, men det avgörande för inflationen är normalt inte efterfrågeutvecklingen i sig utan resursutnyttjandet. Av allt att döma kommer det inte att ske någon dramatisk ökning av resursutnyttjandet framöver i varje fall inte på arbetsmarknaden. Löneförhandlingarna för stora delar av ekonomin sker först 2007, vilket innebär att det knappast kan ske någon mer påtaglig förändring i löneökningstakten det närmaste året. Av samma skäl behövs inte heller nu en räntehöjning för att till arbetsmarknadens parter signalera återhållsamhet. Stigande huspriser är emellertid ett bekymmer. Med stigande räntor finns det anledning att förvänta sig att prisökningstakten på bostäder dämpas eller att priserna t.o.m. faller. Skulle det bli en abrupt anpassning kan det få negativa återverkningar på den reala ekonomin. Den svåra avvägningen gäller när och i vilken takt räntan ska höjas.

I USA påbörjades den penningpolitiska åtstramningen först när en tydlig vändning kunde skönjas på arbetsmarknaden. Vad gäller euroområdet bör räntehöjningen ses mot bakgrund av att inflationen legat över 2 procent under en rad år, vilket gör att situationen inte är direkt jämförbar med Sveriges. Skillnader i resursutnyttjande och inflationsbedömningar kan alltså förklara varför det är motiverat med en lägre ränta i Sverige än i t.ex. USA och euroområdet.

Ränteskillnaderna gentemot omvärlden förefaller vara den viktigaste orsaken till kronans svaga utveckling den senaste tiden. Under hösten har sambandet varit starkt mellan kronans utveckling och FRA-kontrakten. När den penningpolitiska signaleringen resulterat i ränterörelser har det också fått omedelbara effekter på kronans värde. Försvagningen av kronan är alltså på senare tid inte kopplad till någon fundamental oro över svensk ekonomi och inflation på sikt, det är mer tillfälliga förhållanden på de finansiella marknaderna som ligger bakom.

Det är uppenbart att en räntehöjning kommer att behövas i takt med att resursutnyttjandet ökar och inflationen stiger. Resonemanget om att återta sänkningen från i juni är rimligt, men det torde av den bedömning som redovisas i inflationsrapporten räcka om detta sker en bit in på nästa år. Mot denna bakgrund stödde ledamoten förslaget om att hålla reporäntan oförändrad vid dagens möte.

Ytterligare en ledamot konstaterade att det inte föreligger någon omedelbar inflationsfara under prognosperioden. Sverige är, som framgår av inflationsrapporten, inne i en konjunkturfas där en successiv ränteuppgång är att vänta. Frågan är när denna ska inledas och i vilken takt det ska ske. Ledamoten framhöll att flera små räntehöjningar är att föredra och pekade på tre skäl för att ta ett första steg och höja räntan med 25 punkter redan nu.

Det första skälet är att konjunkturuppgången framtonar som stark, inte oväsentligt starkare än vid det penningpolitiska sammanträdet i juni, då Riksbanken sänkte reporäntan med 50 punkter. Den internationella tillväxten har blivit högre och känns mindre osäker än då, inte minst i USA, Japan och övriga Asien. I Sverige visar företagen goda vinster, investeringarna ökar och omsättningen i detaljhandeln växer. Arbetsmarknaden, där frågetecknen var starka

i våras, visar tecken på återhämtning. Efterfrågan på arbetskraft har ökat, vilket bl.a. framgår av statistiken från bemanningsföretagen. Till allt detta kommer en starkt expansiv ekonomisk politik.

Det andra skälet är kopplat till att kronan blivit svagare än väntat. Ledamoten instämde i bedömningen att ränteskillnaden gentemot euroområdet och USA tycks ha stor betydelse för kronkursen för närvarande. Om ECB väljer att höja räntan vid dagens sammanträde riskerar kronan att ytterligare försvagas, vilket skulle ge än mer stimulans till efterfrågan i Sverige.

Det tredje skälet är förknippat med att huspriserna och hushållens skuldsättning fortsatt att öka under hösten och sannolikt kommer att öka ytterligare i det positiva huvudscenariot som skisseras i inflationsrapporten. Så småningom kommer emellertid konjunkturen att vända nedåt igen. Om hushållen då känner att skuldsättningen är för hög kan de snabbt vilja öka sitt sparande. Då faller efterfrågan på bostäder och priserna sjunker. Detta kan leda till att hushållen upplever sig som fattigare och därför vill öka sitt sparande än mer, vilket spår på konjunkturedgången ytterligare. Sådana självförstärkande spiraler finns det anledning att vara vaksam mot. En räntehöjning sänder signalen att husprisutvecklingen de senaste åren inte är långsiktigt hållbar. Ledamoten påpekade att i både Australien och England har begränsade räntehöjningar fått prisökningstakten på bostäder att mattas av.

En annan ledamot påpekade att förslaget om att höja reporäntan inte innebär en förändring i den penningpolitiska strategin. Prognosen i huvudscenariot ger en inflation i linje med målet, men prognosen med antagande om konstant reporänta innebär en inflation som överstiger målet på två års sikt. Ledamoten menade att räntedifferensen kommer att öka gentemot euroområdet och USA om inte reporäntan höjs vid dagens möte. Detta kan leda till att kronförsvagningen fortsätter, vilket ökar risken för att inflationen överstiger prognosen.

En ledamot påpekade att flera av de kollegor som förespråkade en räntehöjning i första hand hänvisat till det starka efterfrågeläget och inte direkt till inflationsprognosen. Enligt Riksbankens förtydligande inriktas penningpolitiken främst på inflationen på ett till två års sikt. Det är först en bra bit in på det andra året som inflationen skulle överstiga målet om räntan inte höjs och det är därför inte alls uppenbart att reporäntan behöver höjas nu.

Ledamoten påpekade också att räntedifferenserna gentemot omvärlden är ett problem som kan hanteras på olika sätt. Ett sätt är att, som några ledamöter har förespråkade idag, höja reporäntan med 25 punkter. Ett annat är att tydligt kommunicera att räntehöjningar är nödvändiga inom en snar framtid och att de kan behöva bli starkare än vad marknadens prissättning indikerar idag.

Ytterligare en ledamot ansåg att det inte gick, givet inflationsprognosen med en mycket långsamt stigande inflation under de kommande två åren, att motivera en räntehöjning vid dagens möte. Det skulle närmast innebära ett ifrågasättande av inflationsprognosen. Detta gäller i synnerhet som det inte finns något tecken på en ansträngd arbetsmarknad. Än så länge är det i allt väsentligt antalet arbetade timmar som ökar och inte antalet sysselsatta, vilket bidrar till att det kan dröja innan ett inflationstryck skapas i ekonomin. Det är i nuläget svårt att se varifrån inflationshotet ska komma. Det vore bra om svensk ekonomi utvecklades så starkt att det snart finns skäl till att höja räntan. Sannolikt uppstår ett sådant läge en bit in på nästa år.



En ledamot invände mot att en räntehöjning i detta läge skulle innebära ett ifrågasättande av inflationsprognosen. Ledamoten ansåg att bedömningarna i inflationsrapporten ger utrymme både för att lämna reporäntan oförändrad och för en höjning med 25 punkter. Hela inflationsrapporten speglar att tidpunkten för en åtstramning av penningpolitiken närmar sig, frågan är bara när detta ska ske. Att nu försiktigt ta ett första steg mot en mindre expansiv politik är helt i linje med inflationsmålet.

En ledamot instämde i detta och påpekade samtidigt att hänvisningen till andra länders räntepolitik inte är gjord i avsikt att påstå att Riksbanken bör göra som andra, utan i avsikt att framhålla att inflationstrycket i omvärlden stigit så pass att räntehöjningar skett på flera håll. Vad gäller tillväxten är det underförstått att ökad tillväxt leder till högre resursutnyttjande. Givet riskerna med stigande fastighetspriser och hushållens skuldsättning, ger prognosen skäl för en räntehöjning för att inflationen inte ska överstiga målet. Det är rätt läge att ta tillbaka en del av räntesänkningen i juni ansåg ledamoten.

En annan ledamot konstaterade att samtliga är överens om att penningpolitiken står inför ett läge där det ska ske en åtstramning och att avvägningen snarast handlar om tidpunkten för räntehöjningen. Det är naturligt att räntebeslutet baseras på huvudscenariot i inflationsrapporten, med hänsyn till riskbilden. Mot bakgrund av att resursutnyttjandet stiger i långsam takt i huvudscenariot och inflationsprognosen är väl i linje med målet, finns det utrymme för att avvakta med en räntehöjning. Det här är den bedömning som görs i nuläget. Skulle det visa sig, som några förespråkade här idag, att det blir en starkare tillväxt än väntat, så kommer både Riksbankens agerande och marknadens förväntningar att anpassas därefter.

En ledamot invände mot att det finns utrymme att avvakta med en åtstramning av penningpolitiken och framhöll åter argumentet att det finns risker med att påbörja åtstramningen för sent. Om marknaden också uppfattar det på detta sätt leder förväntningarna till en uppgång av terminsräntekurvan. Det innebär i sin tur att inflationsprognosen på ett till två års sikt åter hamnar nära målet, men detta utgör givetvis inget argument mot att höja räntan nu. Enligt prognosen baserad på konstant reporänta hamnar inflationen på 2,2 procent mot slutet av prognosperioden, vilket talar för att reporäntan inte kan hållas konstant under en längre tid. Det är inte självklart när höjningen bör inledas, men ledamoten förordade en höjning vid detta tillfälle.

Ytterligare en ledamot framhöll att läget på arbetsmarknaden spelat en liten roll i diskussionen. Ett argument mot en räntehöjning vid dagens möte är att det något skulle hålla tillbaka återhämtningen på arbetsmarknaden. Också detta bör rimligen beaktas när direktionen tar ställning till reporäntan.

En ledamot konstaterade sammanfattningsvis att det råder enighet om den bedömning som görs i inflationsrapporten, men att rapporten i detta läge uppenbarligen anses motivera olika agerande. Inflationen visar på en uppgång i inflationen under de kommande åren, men den är försiktig och sysselsättningstillväxten har ännu inte tagit fart. Husprisutvecklingen, hushållens skuldsättning och den svaga kronan inger viss oro hos samtliga ledamöter. Denna bild har föranlett lite olika slutsatser rörande tidpunkten för den penningpolitiska åtstramningen. Mot bakgrund av att flera ledamöter förordat en räntehöjning kan det finnas anledning att, även om reporäntan lämnas oförändrad vid dagens möte, tydligt markera i pressmeddelandet att räntan kan komma att höjas mer än marknaden räknat med.

### § 3. Penningpolitiskt beslut (1)

Ordföranden konstaterade att direktionsledamöterna var överens om att UNDI<sub>X</sub>-inflationen vid detta beslutstillfälle ger den bästa bilden av det underliggande inflationstrycket.

Ordföranden konstaterade att ett förslag förelåg om att hålla reporäntan oförändrad och ett att höja den med 0,25 procentenheter.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att reporäntan hålls oförändrad på 1,5 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 7 december 2005,
- att utlåningsräntan hålls oförändrad på 2,25 procent och att inlåningsräntan hålls oförändrad på 0,75 procent med tillämpning från onsdagen den 7 december 2005,
- att fredagen den 2 december 2005 kl. 09.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 74 2005, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras torsdagen den 15 december kl. 9.30.

Vice riksbankschef Villy Bergström, vice riksbankschef Lars Nyberg och förste vice riksbankschef Eva Srejber reserverade sig mot beslutet att hålla reporäntan oförändrad och anförde följande: De prognoser över den svenska ekonomin som Riksbanken presenterade i juni pekade mot en väsentligt sämre tillväxt än tidigare förväntat. Mot den bakgrunden sänktes reporäntan då med 0,50 procentenheter. Utvecklingen under sommaren och hösten har dock gjort att en hel del av osäkerheten från i juni försvunnit och tecknen på en stabil och varaktig konjunkturuppgång har blivit allt fler. Resursutnyttjandet har ökat och arbetsmarknaden förbättrats något.

Dagens inflationsrapport pekar mot att reporäntan sannolikt kommer att behöva höjas i ett antal steg under de närmaste åren. Att bestämma en tidpunkt när en första höjning ska ske är alltid vanskligt. Den ekonomiska politiken är emellertid för närvarande starkt expansiv, och de expansiva effekterna har under senare tid accentuerats av en svag krona. Efterfrågan växer nu på bred front. Vi menar att det i detta läge är önskvärt att inleda den gradvisa åtstramning av penningpolitiken som vi ser framför oss. Det minskar risken för att kronan försvagas ytterligare till följd av de stigande räntorna i Europa. En räntehöjning sänder också en signal till bostadsmarknaden om att nuvarande prisökningstakt inte är långsiktigt hållbar.

Denna paragraf förklarades omedelbart justerad.

Vid protokollet:

Ann-Christine Högberg

Justeras:

Lars Heikensten,

Eva Srejber,

Villy Bergström,  
Lars Nyberg,  
Kristina Persson,  
Irma Rosenberg

**1. Fotnot:**

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