



SÄRSKILT PROTOKOLL

Direktionen, Nr 11

DATUM: 2006-06-19

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
Eva Srejber
Lars Nyberg
Kristina Persson
Irma Rosenberg
Svante Öberg
- Claes Berg
Mårten Bjellerup
Kerstin Hallsten
Jyry Hokkanen
Ann-Christine Högberg
Björn Lagerwall (§1)
Pernilla Meyersson
Bengt Pettersson
Lars E.O. Svensson
Staffan Viotti
Anders Vredin

§ 1. Den aktuella inflationsbedömningen

Det antecknades att Mårten Bjellerup och Bengt Pettersson 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. Nyinkommen information om den ekonomiska utvecklingen

Avdelningen för penningpolitik redovisade den nya information som inkommit sedan direktionsmötet den 7 juni.

Industriproduktionen i euroområdet minskade med 0,6 procent i april jämfört med mars. Den del av den tyska konjunkturindikatorn ZEW-index som beskriver dagsläget steg från 8,7 i maj till 11,9 i juni. Den del som mäter förväntningarna sjönk dock från 50,0 till 37,8. Inflationen i euroområdet ökade från 2,4 procent i april till 2,5 procent i maj. Den underliggande inflationen minskade från 1,6 procent i april till 1,5 procent i maj.

I Storbritannien steg arbetslösheten i april till 5,3 procent, medan KPI i maj ökade med 2,2 procent.

Den amerikanska centralbankens rapport om konjunkturen, Beige Book, pekade i juni på en fortsatt ökning av den ekonomiska aktiviteten, även om det finns vissa tecken på avmattning. De lediga resurserna på arbetsmarknaden minskar, och högre energipriser har höjt prisökningstrycket i ekonomin. Detaljhandelsförsäljningen steg i maj med 0,1 procent jämfört med april medan industriproduktionen minskade med 0,1 procent i maj. Bytesbalansunderskottet minskade det första kvartalet i år till 6,4 procent av BNP, från 7,0 procent det fjärde kvartalet förra året. KPI i USA ökade i maj med 4,2 procent jämfört med samma period i fjol medan den underliggande inflationen var 2,4 procent.

I Japan steg BNP det första kvartalet enligt reviderad preliminär statistik med 3,5 procent jämfört med samma period i fjol. Industriproduktionen steg med 1,4 procent i april jämfört med mars, samtidigt som orderingången minskade med 1,8 procent.

I såväl Sverige som euroområdet har räntorna den senaste tiden fallit något, men sammantaget är förändringarna relativt små. I USA har däremot räntorna stigit den senaste tiden. Sedan mitten av maj har börsindex i Sverige, USA och Tyskland sjunkit kraftigt. På valutamarknaden har dollarn stärkts mot euron och kronan, medan kronan i handelsvägda termer har försvagats marginellt sedan den 7 juni. Terminspriserna på olja har sjunkit något den senaste tiden och är nu marginellt lägre än det 15 dagars genomsnitt som finns i inflationsrapporten. De senaste implicita terminsräntorna är i stort sett i linje med den bana som användes i inflationsrapporten.

2. Konjunktur- och inflationsutsikterna

Vice riksbankschef Irma Rosenberg framlade förslag till inflationsrapport 2006:2, protokollsbilaga A. Inflationsrapporten återger huvuddragen i de föredragningar och diskussioner som hölls i direktionen den 18 maj och 7 juni.

I inflationsrapporten konstateras att den ekonomiska tillväxten i såväl Sverige som omvärlden är fortsatt hög. Under de närmaste åren väntas konjunkturuppgången fortsätta om än i lugnare takt. Tillväxten i omvärlden väntas bli högre jämfört med bedömningen i februari. Prognosen för den svenska BNP-tillväxten 2006 har justerats upp marginellt och en förskjutning har skett mellan de olika efterfrågekomponenterna. Exporten och investeringarna i år bedöms öka snabbare än vad som förväntades i den föregående inflationsrapporten. Prognosen för hushållens konsumtion har däremot reviderats ned till följd av oväntat svaga utfall både i slutet av förra året och i början av detta år. Flera faktorer

talas dock för en god utveckling av konsumtionen framöver, t.ex. stigande förmögenhet och sysselsättning.

Förstärkningen av konjunkturen har lett till att läget på arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Sysselsättningen stiger och indikatorer tyder på att den kommer att fortsätta öka framöver. Även utbudet av arbetskraft förväntas tillta under prognosperioden, vilket innebär att arbetslösheten sjunker relativt långsamt.

Inflationen har stigit under det senaste året. I maj var den 1,6 procent, mätt både som KPI och UND1X. Den högre prisökningstakten beror till stor del på stigande priser på energi, men även priserna på vissa andra varor har ökat snabbare än tidigare. Inflationen kommer att fluktuera runt dagens nivå det närmaste året och därefter stiga något ytterligare. Inflationen väntas vara i linje med inflationsmålet 2 procent på ett par års sikt. Prognoserna bygger på antagandet att penningpolitiken gradvis blir mindre expansiv. Uppgången i inflationen dämpas av att priserna på importerade varor endast stiger marginellt. Den inhemska inflationen bedöms däremot öka relativt snabbt framöver, bl.a. till följd av att det inhemska kostnadsläget stiger i takt med att konjunkturen förbättras.

Direktionen gjorde sammantaget bedömningen att den nya informationen som inkommit sedan direktionsmötet den 7 juni 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 20 juni kl. 09.30

§ 2. Penningpolitisk diskussion

Vice riksbankschef Irma Rosenberg föredrog förslag till penningpolitiskt beslut.

Inflationen har varit låg de senaste åren trots att BNP-tillväxten har varit god och resursutnyttjandet har stigit. Det beror till stor del på att importpriserna är fortsatt låga samtidigt som det inhemska kostnadstrycket varit mycket dämpat. Inflationen de närmaste åren är i hög grad beroende av i vilken utsträckning dessa faktorer kommer att fortsätta verka återhållande på prisstegringstakten.

Under våren har inflationen blivit högre än väntat. Det beror huvudsakligen på att energipriserna stigit mer än prognostiserat, en effekt som till största delen bedöms bli tillfällig. Samtidigt ökar riskerna för indirekta effekter av energiprisuppgången när konjunkturen fortsätter att stärkas, dvs. att energipriserna via ökade produktions- och distributionskostnader slår igenom i konsumentpriserna. De senaste månaderna har även priserna på vissa andra varor, huvudsakligen importerade varor som kläder och livsmedel, stigit mer än beräknat. Prognosen är ändå att importpriserna exklusive energi kommer att fortsätta utvecklas svagt och bidra till att dämpa inflationstakten under prognosperioden.

Den inhemska inflationen har inte stigit alls i år om man undantar priserna på el. Det inhemska kostnadstrycket vände dock upp redan förra året till följd av att produktivitetstillväxten dämpades samtidigt som timlönekostnaderna steg något snabbare. Ökningstakten i produktionskostnaderna väntas tillta ytterligare något i takt med att

konjunkturen förstärks och den förutses därefter slå igenom i en snabbare inhemsk inflation. Inflationen mätt med UND1X bedöms därmed vara nära 2 procent i ett tvåårsperspektiv, men det är viktigt att komma ihåg att denna bedömning förutsätter att reporäntan höjs gradvis.

Både BNP-tillväxten och sysselsättningen i Sverige ser ut att utvecklas mycket gynnsamt. Resursutnyttjandet har stigit de senaste åren och enligt inflationsrapporten tyder flera indikatorer på att det skulle kunna bedömas vara ungefär normalt i år, även om arbetslösheten fortfarande är relativt hög. Samtidigt är penningpolitiken fortfarande expansiv och kreditillväxten och ökningstakten i huspriserna är hög. Såväl inflationsprognosen som utvecklingen av den reala ekonomin framöver talar därför för att reporäntan nu bör höjas. Mitt förslag är att den höjs med 0,25 procentenheter. Det är också rimligt att räkna med att reporäntan kommer att behöva höjas ytterligare under prognosperioden, ungefär i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna. Men utvecklingen får enligt min mening utvisa i vilken takt detta ska ske.

En ledamot ställde sig bakom förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och underströk att prognosen i inflationsrapporten visar på en fortsatt god tillväxt i Sverige. Det finns ett behov av räntehöjningar för att inflationen inte ska komma att överstiga inflationsmålet längre fram. Den fortsatt kraftiga kreditexpansionen och de snabbt stigande fastighetspriserna är tecken på att ekonomin reagerar på den expansiva penningpolitiken. I en uppgångsfas bidrar det till att stimulera efterfrågan, men samtidigt bidrar det även till att skapa sårbarheter i hushållens balansräkningar. Tillgångar kan falla i värde medan skuldernas värde består, vilket i sin tur längre fram kan generera en lägre efterfrågan och oönskat låg inflation. För att förhindra uppbyggnaden av större obalanser i balansräkningarna bör penningpolitiken fortsätta att föras i en allt mindre expansiv riktning för att minska riskerna förknippade med en alltför stor skulduppbyggnad. Detta bör antagligen ske något snabbare än vad som nu förväntas allmänt på marknaden, menade ledamoten.

En annan ledamot noterade att osäkerheten i prognoser på två till tre års sikt är stor, men att riskerna kopplade till huvudscenariot inte är större än vanligt. Ledamoten pekade dock på två risker som skulle ge en annan utveckling än i huvudscenariot. Den första är att konsekvenserna för inflationen av den starka reala utvecklingen och det stigande kapacitetsutnyttjandet underskattas, och att inflationen under 2007 och 2008 följaktligen också underskattas. Det kan medföra att penningpolitiken reagerar för sent. Den andra är att lönerna stiger snabbare än väntat i ljuset av en snabbt stigande sysselsättning, stigande inflation och inflationsförväntningar samt goda vinster i företagen. Samtidigt ska avtalen på huvuddelen av arbetsmarknaden omförhandlas nästa år. Löneökningstakten kan visserligen även bli långsammare än väntat, t.ex. pga. den starka internationella konkurrensen eller om arbetskraftsutbudet ökar snabbare än förutsett, något som skulle dämpa behovet av räntehöjningar. Bilden av utvecklingen på arbetsmarknaden, särskilt arbetskraftsutbudet, har ändrats relativt mycket sedan föregående rapport, vilket ytterligare understryker vikten av att inför kommande möten följa utvecklingen på arbetsmarknadsområdet. Penningpolitiken är för närvarande starkt expansiv och reporäntan på 2 procent är mycket låg i ett historiskt perspektiv. Samma bedömning gäller för realräntan. Det är bekymmersamt med en så pass låg ränta mot bakgrund av den starka reala ekonomiska utvecklingen och kreditexpansionen, ansåg ledamoten. Styrrentan bör därför gradvis föras tillbaka till en mer normal nivå. Frågan är i vilken takt det ska ske. Ledamoten ansåg att det torde behövas

något fler räntehöjningar under det närmaste året än vad som är i linje med marknadens förväntningar. Ledamoten påpekade därvid att flera små höjningar är att föredra framför några färre och större då det första kan ge mindre fluktuationer i marknadens prissättning och förväntningar. Ledamoten ansåg liksom föredraganden att räntan bör höjas med 0,25 procentenheter vid dagens möte. Om inget oförutsett inträffar såg ledamoten framför sig en höjning med ytterligare 0,25 procentenheter vid mötet i augusti.

En tredje ledamot delade inte synen i de två tidigare inläggen på hur snabbt penningpolitiken kan behöva stramas åt. Situationen kan inte betraktas som stabil annat än i det korta perspektivet och osäkerheten om framtiden är stor. Inbromsningen i USA och en eventuell korrigerande av de globala obalanserna kan ske snabbare än väntat, vilket skulle medföra negativa effekter på världsekonomin. Vi har ännu inte sett den samlade effekten av stigande oljepriser, ränteuppgången, vikande huspriser i USA och oro på aktiebörserna. I Sverige kan arbetskraftsutbudet stiga snabbare än väntat. Det finns en stor outnyttjad potential av ej sysselsatta. Många som uppnår pensionsåldern kan välja att fortsätta att yrkesarbeta i ljuset av osäkerheten inför den framtida pensionen. Arbetslösheten är fortsatt omkring 5 procent och ytterligare cirka 3 procent av arbetskraften finns i arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Att inflationen skulle stiga speciellt mycket på grund av förhållandena på arbetsmarknaden är inte särskilt sannolikt. Samtidigt kan det förstås inte uteslutas att det uppstår flaskhalsar i vissa sektorer, vilket kan få effekter på avtalsförhandlingarna, menade ledamoten. Den stigande inflationen avspeglar i huvudsak högre energipriser såväl i Sverige såsom globalt. Inflationsprognosen indikerar inte att det är någon brådskande att göra stora förändringar av reporäntan. Samtidigt har den expansiva penningpolitiken lett till en utveckling av huspriser och kreditgivning som inte är långsiktigt hållbar. Utan denna hade det varit möjligt att vänta ytterligare något med att höja räntan. Ledamoten uttryckte därför stöd för förslaget att höja reporäntan med 0,25 procentenheter och instämde i att reporäntan sannolikt kommer att behöva höjas ytterligare under prognosperioden, i linje med förväntningarna på de finansiella marknaderna. Ledamoten underströk vikten av att fortsatt följa den ekonomiska utvecklingen och inkommande statistik för att bilda sig en uppfattning om den framtida penningpolitiken.

En annan ledamot påtalade att dagens situation är ganska väl i linje med bilden i den föregående inflationsrapporten. Konjunkturen är god och inflationen närmar sig gradvis målet. De snabbt ökande huspriserna och utlåningen till såväl företag såsom hushåll utgör fortsatt riskfaktorer och de monetära förhållandena är mycket expansiva. Något förenklat är inflationsutvecklingen i prognosen tudelad med stigande inhemska priser men med låga importpriser. Prognosen utgår från en gradvis stigande reporänta i linje med implicita terminsräntor och ledamoten gav sitt stöd till förslaget om en höjning med 0,25 procentenheter. Det råder dock som vanligt stor osäkerhet om den framtida räntebanan, underströk ledamoten. I rådande konjunkurläge talar utsikterna snarare för att höjningarna skulle kunna ske snabbare än marknaden förväntar sig, än att de skulle ske i långsammare takt.

En ledamot delade synen att marknadens förväntningar om räntehöjningar var i underkant men ville i dagsläget inte precisera närmare i vilken takt höjningarna borde ske. Ledamoten betonade att penningpolitiken och de monetära förhållandena överlag fortfarande är expansiva och att detta i det nuvarande starka konjunkurläget kan innebära en risk för att inflationseffekterna underskattas. De hittillsvarande räntehöjningarna förefaller heller inte ha

lett till att hushållens efterfrågan på krediter har minskat i nämnvärd utsträckning och konkurrensen på kreditmarknaden har inneburit fortsatt mycket gynnsamma lånevillkor. Oron kvarstår för de effekter på bostadspriser och framförallt på den reala ekonomin som kan följa om denna utveckling fortsätter.

En ledamot konstaterade sammanfattningsvis att samtliga ledamöter är överens om att en höjning av reporäntan med 0,25 procentenheter är det mest rimliga i dagsläget för att säkerställa en inflation nära målet och bidra till en balanserad realekonomisk utveckling. Liksom tidigare bör även hushållens skuldsättning och de snabbt stigande huspriserna beaktas. Det är dessutom rimligt att räkna med att reporäntan kommer att behöva höjas ytterligare. Samtidigt konstaterade ledamoten att direktionen ger uttryck för en allmän oro grundad på kombinationen av en stark realekonomisk utveckling, ett lågt ränteläge och en fortsatt snabb ökning av utlåningen och hushållens skuldsättning. Även om riskerna som är förknippade med denna utveckling är svåra att kvantifiera kan de likväl få kännbara effekter på inflationen längre fram. Enligt majoritetens uppfattning är det därför också möjligt att det finns behov av något fler räntehöjningar under det närmaste året än vad marknaden den senaste tiden förväntat sig.

§ 3. Penningpolitiskt beslut¹

Ordföranden konstaterade att direktionsledamöterna var överens om att UND1X-inflationen vid detta beslutstillfälle ger den bästa bilden av det underliggande inflationstrycket.

Ordföranden konstaterade att endast ett förslag förelåg: att höja reporäntan med 0,25 procentenheter till 2,25 procent.

Direktionen beslutade efter omröstning

- att höja reporäntan till 2,25 procent och att detta beslut tillämpas från onsdagen den 21 juni 2006,
- att höja utlåningsräntan till 3,00 procent och inlåningsräntan till 1,5 procent med tillämpning från onsdagen den 21 juni 2006,
- att tisdagen den 20 juni 2006 kl. 9.30 offentliggöra beslutet med motivering och lydelse enligt utkast till pressmeddelande nr 29 2006, protokollsbilaga B, samt
- att protokollet från dagens sammanträde ska publiceras måndagen den 3 juli 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

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